Geldwertstabilisierung und Konjunkturpolitik

Von

Ludwig Mises



Jena
Verlag von Gustav Fischer
1928

Inhaltsverzeichnis.

Einleitung.

In den letzten Jahren werden die Probleme der Geld- und Bankpolitik immer mehr und mehr unter dem Gesichtswinkel der Stabilisierung des Geldwertes und der Ausschaltung des Konjunkturwechsels betrachtet und erörtert. Dank einer eifrigen Aufklärungs- und Propagandaarbeit sind diese Dinge, die zu den schwersten Fragen der Nationalökonomie gehören, geradezu volkstümlich geworden. Man hat, vielleicht nicht ganz mit Unrecht, von einer nationalökonomischen Mode gesprochen. Zweifellos ist heute die Konjunktur für die Errichtung von Konjunkturbeobachtungsinstituten nicht ungünstig.

Daran ist manches recht erfreulich. Die eingehendere Beschäftigung mit den Problemen hat die Wissenschaft von abstrusen Doktrinen, die sie verunstaltet haben, gereinigt. Es gibt heute nur noch eine Geldwerttheorie, nämlich die Quantitätstheorie, und nur noch eine Konjunktur- und Krisentheorie, nämlich die von der Currencytheorie ausgehende Zirkulationskredittheorie, die man meist als die monetäre Konjunkturtheorie bezeichnet. Natürlich sind diese Theorien heute nicht mehr das, was sie in den Tagen Ricardos und in denen Lord Overstones waren. Sie sind umgestaltet und in das System der modernen subjektivistischen Nationalökonomie eingefügt worden. Doch die Grundlage ist dieselbe geblieben, man hat auf ihr fortgebaut und darf mit dem Erreichten, aller Mängel, die wir noch empfinden, ungeachtet, doch bis zu einem gewissen Grade zufrieden sein. Auch hier wie sonst überall in der Nationalökonomie zeigt es sich deutlich, daß die Entwicklung der Wissenschaft einheitlich vor sich geht, daß keine Geistesarbeit, die auf die Probleme verwendet wurde, vergebens war und daß wir kein Stück aus der Entwicklungsgeschichte der Doktrinen missen könnten. Von den Klassikern zu den Modernen führt eine nicht unterbrochene Linie wissenschaftlichen Fortschrittes. Die Großtat, die im dritten Viertel des vorigen Jahrhunderts durch die Überwindung der scheinbaren Antinomie des Wertes von Gossen, Menger, Walras und Jevons vollbracht wurde, berechtigt uns wohl, die Geschichte der Nationalökonomie in zwei große Abschnitte zu teilen: in den des klassischen und in den des modernen

oder subjektivistischen Systems. Doch man darf darob nicht vergessen, daß das, was die Klassiker geschaffen haben, damit nicht unbrauchbar wurde, daß es vielmehr in der modernen Wissenschaft fortlebt und fortwirkt.

Der erbitterte Kampf, der überall, ganz besonders aber auch auf deutschem Boden, aus politischen Gründen gegen die Nationalökonomie geführt wird, muß notwendigerweise immer dort ausgesetzt werden, wo es sich darum handelt, ein Problem, das das Wirtschaftsleben stellt, ernst anzufassen. Von Historismus und von Nominalismus ist nichts zu hören, wenn man einmal darangeht, sich mit den Problemen der Gestaltung der Kaufkraft des Geldes und mit denen der Konjunkturveränderungen zu beschäftigen. Die Anhänger der historisch-empirisch-realistischen Schule und des Institutionalismus schweigen entweder überhaupt in der Erörterung unserer Probleme oder aber sie stellen sich dabei auf denselben methodologischen und theoretischen Boden, den sie sonst bekämpfen. Die Bankingtheorie, gestern noch, zumindest in Deutschland, ohne Zweifel die herrschende Lehre, wird zur Seite geschoben, wie sie es nicht anders verdient. Ihr Kern- und Prunkstück, die Lehre von der Elastizität der Umlaufsmittelzirkulation, wird kaum noch jemand, den man ernst nimmt, vorzutragen wagen[1]).

Auf der anderen Seite bringt die Volkstümlichkeit, die die beiden Stabilisierungsprobleme, das geldwertpolitische und das umlaufsmittelpolitische, erlangt haben, auch schwerwiegende Nachteile. Popularisierung birgt stets die Gefahr der Vergröberung, wenn nicht gar der Verballhornung. Daraus folgt dann eine gewaltige Überschätzung dessen, was man von den empfohlenen Mitteln zur Stabilisierung des Geldwertes und zur Ausschaltung des Konjunkturwechsels erwarten darf. Diese Gefahr ist besonders für Deutschland nicht zu unterschätzen. Die jahrzehntelange planmäßige Vernachlässigung der Beschäftigung mit den Problemen der nationalökonomischen Theorie hat dazu geführt, daß

---

[1]) Als ich vor 16 Jahren in der ersten Ausgabe meiner „Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel“ die Zirkulationskredittheorie der Konjunkturschwankungen vortrug, stieß ich überall, zumal aber auf deutschem Boden, auf Unverständnis und schroffe Ablehnung. So z. B. erklärte der Rezensent des Schmollerschen Jahrbuchs „die Konsequenzen des ganzen Abschnitts schlechthin indiskutabel“; der Rezensent der Conradschen Jahrbücher meinte zwar, „daß hypothetisch die Ausführungen des Verf. als nicht ganz unzutreffend, jedenfalls als folgerichtig bezeichnet werden dürfen“, gelangte aber doch schließlich zu dem Endurteil „jedenfalls abzulehnen“. Wer die jüngste Entwicklung des nationalökonomischen Schrifttums auch nur mit einiger Aufmerksamkeit verfolgt, weiß, daß die Dinge sich seither gründlich gewandelt haben. Heute ist die damals verlachte Lehre allgemein anerkannt.

man von dem, was im Auslande geleistet wurde, nicht Kenntnis genommen und die Erfahrungen des Auslandes nicht genutzt hat. Man beachtet nicht, daß die Vorschläge zur Schaffung „wertstabilen" Geldes schon auf eine hundertjährige Geschichte zurückblicken können, und daß es mehr als achtzig Jahre her ist, seit durch die Peelsche Bankakte der Versuch unternommen wurde, die Wirtschaftskrisen auszuschalten. Um die Problematik aller dieser Vorschläge und Versuche zu erkennen, bedurfte es nicht erst ihrer praktischen Verwirklichung; daß man aber Erfahrungen, die man in den letzten Menschenaltern in der Geld- und in der Umlaufsmittelpolitik gemacht hat oder doch wenigstens, wenn man nicht problemblind war, hätte machen können, nicht genügend beachtet, ist unverzeihlich.

Die heute zur Erörterung gestellten Vorschläge zur Herstellung der „Wertstabilität" der Geldeinheit und der konjunkturlosen Wirtschaft sind gegenüber den ersten Vorschlägen dieser Art zweifellos verfeinert und berücksichtigen manche von den weniger wichtigen Einwendungen, die gegen die früheren Entwürfe erhoben worden waren. Die grundsätzlichen Mängel, die allen derartigen Projekten anhaften müssen, können sie aber nicht beheben. Die weitgehenden Hoffnungen, die sich an die Durchführung der vorgeschlagenen Reformen knüpfen, müssen daher enttäuscht werden.

Wert und Bedeutung der heute mit erfreulichem Eifer allseits betriebenen Preisstatistik und Konjunkturbeobachtung für die Wissenschaft, für die Wirtschaftspolitik und für das Verhalten des Einzelnen können nur aus einer gründlichen und kritischen Behandlung der Probleme erhellen. Diese Untersuchung darf sich aber keineswegs nur auf die Betrachtung des Konjunkturwechsels beschränken. „Eine Krisentheorie kann", wie Böhm-Bawerk sagt, „nie die Untersuchung eines abgesonderten Teiles der sozialwirtschaftlichen Phänomene sein, sondern sie ist, wenn sie nicht ein dilettantisches Unding sein soll, immer das letzte oder vorletzte Kapitel eines geschriebenen oder ungeschriebenen sozialwirtschaftlichen Systems, die reife Frucht der Erkenntnis sämtlicher sozialwirtschaftlicher Vorgänge und ihres wechselwirkenden Zusammenhanges"[1]). Nur auf dem Boden einer umfassenden Theorie des indirekten Tausches, d. i. einer Theorie des Geldes und der Umlaufsmittelbanken, kann man eine Konjunkturtheorie aufrichten. Das wird mitunter noch immer außer acht gelassen. Konjunkturtheorien werden leicht-

[1]) Vgl. Zeitschrift für Volkswirtschaft, Sozialpolitik und Verwaltung, VII. Bd., S. 132.

fertig aufgestellt und konjunkturpolitische Maßnahmen mit noch größerer Leichtfertigkeit ins Werk gesetzt. Gar mancher hält sich für berufen, über die Probleme der Gestaltung des Geldwertes und des Zinsfußes sein Urteil in Wort und Schrift abzugeben und, wenn ihm als Gesetzgeber oder als Leiter der Währungs- und Bankpolitik eines Staates hierzu die Möglichkeit geboten ist, radikale Maßnahmen durchzuführen, über deren Auswirkung er sich keine klare Vorstellung zu machen weiß. Und doch täte nirgends mehr Vorsicht und Voraussicht not als gerade auf diesem Felde der Wirtschaftserkenntnis und der Wirtschaftspolitik. Die Oberflächlichkeit und Leichtfertigkeit, mit denen man sozialpolitische Probleme sonst zu behandeln liebt, versagen bald, wenn man sie auf dieses Gebiet zu übertragen versucht. Nur ernster, auf die Erfassung des Zusammenhanges aller Markterscheinungen gerichteter Denkarbeit kann es gelingen, die Aufgaben, die unserer hier warten, befriedigend zu lösen.

I. Die Stabilisierung der Kaufkraft des Geldes.

1. Das Problem.

Gold und Silber dienten den Menschen schon seit Jahrtausenden als allgemein gebräuchliches Tauschmittel, d. h. als Geld, ehe man eine auch nur einigermaßen deutliche Vorstellung von der Gestaltung des Austauschverhältnisses zwischen ihnen und den Gebrauchsgütern, d. h. von der Bildung der Geldpreise der Waren und der Geldlöhne, gewonnen hatte. Man schenkte höchstens den Schwankungen in dem wechselseitigen Austauschverhältnisse der beiden Edelmetalle einige Beachtung, gelangte aber auch dabei so wenig zu Klarheit, daß man ohne Skrupel an der naiven Meinung, die Edelmetalle wären „wertstabil" und daher ein brauchbarer Maßstab des Wertes der Güter und der Preise, festhielt. Spät erst kam man zur Erkenntnis, daß Angebot und Nachfrage auch die Gestaltung des zwischen dem Gelde und den Gebrauchsgütern und Arbeitsleistungen bestehenden Austauschverhältnisses bestimmen und gelangte so zu den ersten, noch recht mangelhaften und angreifbaren Formulierungen der Quantitätstheorie. Man erkannte, daß starke Veränderungen in dem Umfang der Gewinnung der Geldmetalle allgemeine Verschiebungen der Geldpreise auslösen. Als dann neben das „Hartgeld" das „Papiergeld" trat, fiel die Erkenntnis dieses Zusammenhanges noch leichter, als sie vorher gewesen war. Die Folgen starker Papierinflation waren nicht zu verkennen.

Aus der Einsicht, die man damit gewonnen hatte, zog man für die Währungspolitik zunächst die Lehre, daß die Ausgabe von „Papiergeld" am besten ganz zu vermeiden sei. Bald traten aber Schriftsteller auf, die weitergehende Forderungen aufstellten. Sie lenkten die Aufmerksamkeit der Politiker und der Geschäftsleute auf die Schwankungen der Kaufkraft der Edelmetalle und machten Vorschläge, die den Inhalt der auf Geld lautenden Forderungen von diesen Schwankungen unabhängig machen sollten. Neben oder an die Stelle des Geldes als standard of deferred payments[1]) soll der tabular standard, die Waren- oder Index-

[1]) Für „standard of deferred payments" sagt man deutsch „Zahlungsmittel". Leider muß man es heute noch vermeiden, diesen Ausdruck zu verwenden, weil er

währung, treten. Für die Bargeschäfte, bei denen die Leistung beider Vertragsteile gleichzeitig erfolgt, soll nichts geändert werden. Für die Kreditgeschäfte soll jedoch ein neues Verfahren eingeschlagen werden. Sie sollen, entweder allgemein kraft allgemein verbindlicher Gesetzesbestimmung oder fallweise kraft besonderer Vereinbarung der Parteien, nicht in der Geldsumme, die im Vertrag bezeichnet ist, sondern in der Geldsumme, die jener zur Zeit der Erfüllung in der Kaufkraft entspricht, erfüllt werden. Damit soll verhindert werden, daß der eine Vertragsteil zugunsten des anderen geschädigt wird. Diese Vorschläge wurden schon vor mehr als hundert Jahren von Joseph Lowe gemacht und nicht lange darauf von G. Poulett Scrope wiederholt[1]). Seither sind sie immer wieder aufgetaucht, ohne daß irgendwo oder irgendwann der Versuch gemacht worden wäre, sie zu verwirklichen.

Die Durchführung der auf die Schaffung einer die Edelmetallwährung bloß ergänzenden Warenwährung gerichteten Vorschläge hätte das Edelmetallgeld — wir wollen der Einfachheit halber in den weiteren Ausführungen lediglich vom Golde sprechen — in seiner Stellung als allgemein gebräuchliches Tauschmittel für alle Geschäfte, aus denen keine erst nach Ablauf einer bestimmten Zeit fällig werdende Geldverpflichtungen entstehen, belassen. Neben das Gold als allgemein gebräuchliches Tauschmittel wäre die Waren- oder Indexwährung als standard of deferred payments getreten. In den letzten Jahren sind jedoch Vorschläge gemacht worden, die weitergehen und die Warenwährung, den tabular standard oder multiple standard, für alle Tauschhandlungen einführen wollen, bei denen nicht direkt Ware gegen Ware getauscht wird. Da ist zunächst der Vorschlag von Keynes. Keynes will das Gold aus seiner Geldstellung verdrängen; zumindest für den Verkehr innerhalb der Staatsgrenzen soll an seine Stelle eine Papierwährung treten, bei der die Regierung oder die von ihr mit der Führung der Geldwertpolitik betraute Stelle die umlaufende Menge dergestalt regulieren soll, daß die Kaufkraft der Geldeinheit unverändert bleibt[2]). Der Amerikaner Irving Fisher will eine Währung schaffen, bei der die umlaufenden Geldzeichen nicht in einer bestimmten Gewichtsmenge Gold, sondern in jener Goldmenge einlösbar sein sollen, die der Kaufkraft der Geldeinheit im

---

durch den Gebrauch, den die Nominalisten und Chartalisten von ihm gemacht haben, kompromittiert ist, so daß seine Setzung die kaum überwundenen Irrtümer der „Staatlichen Theorie des Geldes“ heraufbeschworen konnte.

[1]) Vgl. Jevons, Money and the Mechanism of Exchange, 13th ed., London 1902, S. 328ff.

[2]) Vgl. Keynes, A Tract on Monetary Reform, London 1923, S. 177ff.

Augenblick des Überganges zum neuen Währungssystem entspricht. Der Dollar soll aufhören, eine feste Menge Gold mit veränderlicher Kaufkraft darzustellen, und soll zu einer veränderlichen Menge Gold mit unveränderlicher Kaufkraft werden. Von Monat zu Monat soll, der festgestellten Veränderung der Indexzahl gemäß, die Goldmenge, die einem Dollar zu entsprechen hat, neu festgesetzt werden[1]). Es soll also nach der Absicht beider Reformer an Stelle des Goldgeldes, dessen Wertgestaltung von der Einwirkung der Regierungen nicht abhängig ist, eine Währung treten, die die Regierung „manipuliert", um die Kaufkraft der Geldeinheit stabil zu erhalten.

Auch diese Vorschläge sind bis nun nirgends verwirklicht worden. Doch man hat ihnen große Beachtung geschenkt. In den Vereinigten Staaten wird heute kaum eine andere wirtschaftspolitische Frage mit soviel Eifer und so großem Aufwand von Geist und Scharfsinn erörtert wie die der Befestigung der Kaufkraft des Geldes. Ausschüsse des Repräsentantenhauses haben sich eingehend mit dem Gegenstand befaßt, viele wissenschaftliche Werke behandeln ihn, die Revuen und die Tagesblätter widmen ihm längere Abhandlungen und Aufsätze, und große Vereinigungen suchen die öffentliche Meinung für die Durchführung der Fisherschen Ideen einzunehmen.

2. Die Goldwährung.

In der Goldwährung ist die Wertgestaltung des Geldes unmittelbarer Einwirkung der Regierung nicht unterworfen. Die Golderzeugung ist frei und folgt allein dem Rentabilitätsgesichtspunkt. Alles Gold, das nicht anderweitigem Gebrauche oder Verbrauche in den Gewerben zugeführt wird, strömt als Geld in die Wirtschaft, sei es als Münze in den Umlauf, sei es als Münze oder als Barren in die Bankreserven. Übersteigt die Vermehrung der Geldmenge die Steigerung des Geldbedarfs, dann muß die Kaufkraft der Geldeinheit fallen; bleibt die Vermehrung der Geldmenge hinter der Steigerung des Geldbedarfs zurück, dann muß die Kaufkraft der Geldeinheit steigen[2]).

Es besteht kein Zweifel darüber, daß die Kaufkraft des Goldes im letzten Menschenalter gesunken ist. In den zwei Jahrzehnten, die auf die Durchführung der deutschen Geldreform und auf die große Wirt-

---

[1]) Vgl. Fisher, Stabilizing the Dollar, New York 1925, S. 79ff.

[2]) Es ist hier nicht der Platz, auf die Lehre von der Gestaltung der Kaufkraft des Geldes naher einzugehen. Vgl. darüber meine Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel, 2. Aufl., Munchen und Leipzig 1924, S. 73—147.

schaftskrise des Jahres 1873 folgten, wurde allgemein über Rückgang der Warenpreise geklagt. Regierungen beriefen Sachverständige zur Beratung über die Mittel, die zur Abstellung dieses allgemein empfundenen Übels einzuschlagen wären. Mächtige politische Parteien empfahlen Maßnahmen, die durch Vermehrung der Geldmenge die Preise in die Höhe treiben sollten; an Stelle der Goldwährung wollten sie die Doppelwährung oder die Silberwährung oder gar eine Papierwährung setzen, da sie die jährliche Ausbeute der Goldgewinnung für zu gering hielten, um dem steigenden Geldbedarf ohne Steigerung der Kaufkraft der Geldeinheit zu genügen. Alle diese Klagen verstummten im letzten Jahrfünft des vorigen Jahrhunderts. Nicht lange darauf begann man allenthalben über die wachsende Teuerung zu klagen. Hatte man in den 80er und in den 90er Jahren Reformen des Geldwesens vorgeschlagen, um dem Rückgang der Preise entgegenzuwirken, so schlägt man nun Maßnahmen vor, um ihre Erhöhung zu unterbinden.

Die allgemeine Erhöhung der Goldpreise aller Waren und Dienstleistungen ist das Ergebnis der Gestaltung der Golderzeugung und der Nachfrage nach Gold sowohl für den Gelddienst als auch für den anderweitigen Bedarf. Über die Golderzeugung und ihren Einfluß auf den Sachpreis des Goldes ist nicht viel zu sagen; es ist klar, daß eine geringere Zunahme der der Menschheit zur Verfügung stehenden Goldmenge Kräfte ausgelöst hätte, die der Goldentwertung entgegengewirkt hätten. Auch über den industriellen Goldbedarf ist nichts Besonderes zu bemerken. Dagegen muß man dem dritten in Betracht kommenden Faktor, der Gestaltung des monetären Goldbedarfs, eingehende Aufmerksamkeit widmen, um so mehr, als ihn die übliche Erörterung des Problems ungebührlich vernachlässigt.

In dem Menschenalter, für das wir die Entwicklung der Kaufkraft des Goldes betrachten, sind verschiedene Gebiete, die früher Silber oder Kreditgeld („Papiergeld“) im inneren Verkehr verwendet haben, zur Goldwährung übergegangen. Überall hat der Umfang der durch das Geld zu bewirkenden Umsätze sehr beträchtlich zugenommen. Die Arbeitsteilung hat große Fortschritte gemacht. Die Selbstversorgung und der Naturaltausch sind zurückgegangen; Geldumsätze sind nun in Bezirke des Wirtschaftslebens eingedrungen, denen sie früher fremd waren. Das hat eine starke Vermehrung des Geldbedarfs ausgelöst. Es wäre vergebens, zu untersuchen, ob diese Steigerung der Kassenhaltung der einzelnen wirtschaftenden Subjekte so groß war, daß sie (mit dem Goldbedarf für nicht monetäre Verwendung) hingereicht hätte, die Wirkung des aus den Produktionsstätten neu ein-

strömenden Goldes auf die Preise zu kompensieren. Zahlenmäßige Angaben über die Größe der Kassenhaltung und ihre Veränderung stehen nicht zur Verfügung, und wären sie uns auch bekannt, so wäre mit ihnen nicht viel anzufangen, da das Maß der Wirkung von Veränderungen im Verhältnis von Angebot und Nachfrage auf die Preise dem Ausmaß dieser Veränderung nicht entspricht. Von größter Wichtigkeit aber ist die Feststellung, daß die Steigerung des Geldbedarfs nicht gleichzusetzen ist einer Steigerung des Goldbedarfs für den Gelddienst. In der Kasse der einzelnen Wirtschafter leisten auf Geld lautende Forderungen, die allgemein als sicher angesehen werden und jederzeit fällig sind, die Dienste des Geldes. Diese Geldsurrogate — Scheidemünzen, Banknoten und auch Guthabungen bei Banken, über die jederzeit zu Zahlungen mit Scheck oder in ähnlicher Weise verfügt werden kann (Kassenführungsguthaben) — können ja gerade so wie das eigentliche Geld zur Begleichung aller Umsätze verwendet werden. Nur ein Teil der Geldsurrogate ist aber in den Reserven der Banken durch hinterlegte Goldvorräte gedeckt. In den Jahrzehnten, von denen wir sprechen, ist die Verwendung von Geldsurrogaten zweifellos stärker gestiegen als der Steigerung des Geldbedarfs entsprochen hätte, und gleichzeitig hat sich das Deckungsverhältnis verschlechtert. Das Ergebnis ist das, daß trotz beträchtlicher Steigerung des Geldbedarfs der Goldbedarf nicht so beträchtlich gestiegen ist, daß der Markt die ihm aus der Produktion zuströmenden Mengen Neugold ohne Senkung der Tauschkraft des Goldes hätte aufnehmen können.

Wenn man nun heute den Rückgang der Kaufkraft des Goldes beklagt und darauf sinnt, ein Geldwesen zu schaffen, dessen Kaufkraft beständiger sein soll als es die des Goldes in den letzten Jahrzehnten gewesen ist, so darf man nicht außer acht lassen, daß die vornehmste Ursache des in diesem Zeitraum eingetretenen Sinkens des Goldwerts in währungspolitischen Maßnahmen zu suchen ist und nicht in den Verhältnissen der Golderzeugung. Denn daß das nicht durch Gold gedeckte Geldsurrogat — das wir das Umlaufsmittel nennen — heute im gesamten Geldvorrat (Geldvorrat im weiteren Sinne = Vorrat an eigentlichem Geld + Vorrat an Umlaufsmitteln) der Welt einen verhältnismäßig größeren Raum einnimmt als vor Jahren, ist nicht auf eine Entwicklung zurückzuführen, die sich ohne Mitwirkung oder gar gegen die Absicht der Währungspolitik der Staaten vollzogen hätte. Es war im Gegenteil die Währungspolitik selbst, die bewußt auf eine „Ersparung“ an Gold hingearbeitet und damit jene Bedingungen geschaffen hat, die zur Entwertung des Goldes führen mußten.

Daß wir als Geld ein Gut wie das Gold verwenden, das mit einem nicht unbedeutenden Aufwand von Kapital und Arbeit produziert wird, legt der Menschheit gewisse Kosten auf. Könnte man die auf die Erzeugung der Goldmenge, die der Gelddienst festhält, aufgewendeten Mengen an Kapital und Arbeit freisetzen und anders verwenden, dann würde man die Versorgung der Menschen mit Gütern für den unmittelbaren Bedarf verbessern. Das ist nicht zu bestreiten; andererseits hat man eben zu beachten, daß wir gegen diesen Kostenaufwand den Vorteil eintauschen, für die Abwicklung der Umsätze über ein verhältnismäßig wertbeständiges und vor allem über ein in seiner Wertgestaltung der unmittelbaren Einwirkung von Regierungen und politischen Parteien entrücktes Geld zu verfügen. Doch es ist leicht zu verstehen, daß man darauf zu sinnen begann, ob es nicht möglich wäre, ein Geldsystem zu schaffen, das alle Vorteile, die die Goldwährung bietet, mit dem Vorzug geringerer Kosten verbindet. Adam Smith hat das Gold und Silber, das in einem Land als Geld umläuft, mit einer Landstraße verglichen, auf der alles Futter und Korn zu Markt gebracht wird, auf der selbst jedoch auch nicht das Mindeste davon wächst. Der Ersatz des Edelmetallgeldes durch Noten schaffe aber gleichsam einen Fahrweg durch die Lüfte und ermögliche es, einen großen Teil der Straßen in Äcker und Weiden zu verwandeln und damit den jährlichen Ertrag der Volkswirtschaft beträchtlich zu steigern. Ricardo hat dann 1816 den berühmten Plan der Goldkernwährung entworfen. England soll die Goldwährung, die sich in jeder Beziehung bewährt hat, beibehalten. Im inländischen Verkehr sollen jedoch die Goldmünzen durch Banknoten ersetzt werden. Diese Noten sollen einlöslich sein, aber nicht in Goldmünzen, sondern allein in Goldbarren. Damit wäre die Gleichwertigkeit der Noten und des Goldes gewährleistet, und das Land würde den Vorteil haben, mit geringerem Kostenaufwand eine alle Eigenschaften der Goldwährung tragende Währung zu besitzen. Ricardos Vorschläge blieben jahrzehntelang unausgeführt, ja sie gerieten selbst in Vergessenheit. Doch im letzten Jahrzehnt des vorigen Jahrhunderts wurde die Goldkernwährung von einer Reihe von Staaten — anfangs meist nur als vorläufiger Notbehelf und ohne die klare Absicht, der Währungspolitik eine neue Richtung zu geben — angenommen. Heute ist sie so sehr verbreitet, daß man sie mit Recht als „die Währung unserer Zeit“ bezeichnen durfte[1]). Dabei aber hat die Goldkernwährung in den meisten oder doch in einer Reihe von Staaten eine Ausgestaltung erfahren, die

[1]) Vgl. Machlup, Die Goldkernwährung, Halberstadt 1925, S. XI.

berechtigen würde, eher von einer Golddevisenkernwährung zu sprechen. In Ricardos Plan sollte die Ersparnis dadurch erzielt werden, daß die Kosten der Ausprägung und der Abnützung der Münzen im Umlauf vermieden werden, und daß die von der Bank zu haltende Goldreserve kleiner ist, als die bei „reiner“ Goldwährung von ihr zu haltende Reserve zuzüglich der umlaufenden Goldmenge wäre. Schon die Durchführung dieses Planes in einem einzelnen Lande muß selbstverständlich caeteris paribus die Kaufkraft des Goldes mindern, und je allgemeiner dieses System angenommen wird, desto mehr muß die Kaufkraft des Goldes sinken. Nimmt ein einzelnes Land die Goldkernwährung an, während die übrigen beim „reinen“ Goldumlauf verbleiben, dann kann es einmal auf Kosten der übrigen Länder einen Gewinn erzielen. Die Goldmenge, um die der Goldbedarf bei „reiner“ Goldwährung den Goldbedarf bei Goldkernwährung übersteigt, gibt es an das Ausland ab und erhält dafür andere Güter, deren Zuwachs als eine durch die Einführung der Goldkernwährung erzielte Wohlstandsmehrung zu betrachten ist. Die Goldkernwährung leistet ihm alle Dienste der Goldwährung, bringt aber in der Gestalt dieses Güterzuwachses einen Gewinn. Gehen alle Staaten der Welt gleichzeitig von der „reinen“ Goldwährung zur Goldkernwährung über, dann ist kein Gewinn dieser Art zu erzielen. Die Verteilung der Goldmenge auf die einzelnen Gebiete bleibt unverändert, es gibt kein Land, in das man eine überflüssig gewordene Goldmenge abschieben könnte, um für sie andere Güter einzutauschen, und die Annahme des neuen Währungssystems äußert sich lediglich in einer allgemeinen, nun stärkeren Senkung der Kaufkraft des Goldes. Diese Geldentwertung bringt wie jede Geldwertveränderung Verschiebungen in den Einkommens- und Vermögensverhältnissen der einzelnen Wirtschafter hervor und kann auf diesem Wege unter gewissen Umständen mittelbar auch zu Stärkung der Kapitalsbildung führen. Unmittelbar aber macht sie die Welt nur insoweit reicher, als auf der einen Seite nun der anderweitige Goldbedarf (Goldbedarf für industrielle und ähnliche Zwecke) besser befriedigt werden kann und auf der anderen Seite die geringere Rentabilität zu einer Einschränkung der Golderzeugung führt, womit Kapital und Arbeit für andere Zwecke freigemacht werden.

Neben diesen Bestrebungen zur „Verbilligung“ der Goldwährung durch Verminderung des nationalen Goldbedarfs liefen noch auf dasselbe Ziel gerichtete Bestrebungen anderer Art. Den Notenbanken bereitet die Haltung einer Goldreserve Kosten durch Zinsenentgang. Es lag nahe, diese Kosten dadurch herabzudrücken, daß man an die Stelle des zins-

los in den Kellern lagernden Goldes verzinsliche, auf Gold lautende, jederzeit fällige Guthabungen im Auslande und ausländische, in Gold zahlbare Wechsel treten ließ. Aktiven dieser Art setzen die Notenbank ebenso instand, Anforderungen von Gold für den Auslandsverkehr zu befriedigen wie der Besitz eines Vorrates von Goldmünzen und Barren; ja der Arbitrageur, der Noten zur Einlösung vorlegt, wird die Einlösung durch Ausfolgung von Wechseln und Schecks — Devisen — der Goldeinlösung vorziehen, da die Kosten der Versendung von Devisen niedriger sind als die der Versendung von Gold. Zunächst waren es die Notenbanken der kleineren und ärmeren Länder, die dazu übergingen, einen Teil ihrer Reserve in Devisen anzulegen. Besonders groß war der Anreiz hierfür in den Ländern der Goldkernwährung, wo die Bank nicht damit zu rechnen hatte, daß von ihr Gold für den Bedarf des effektiven inländischen Umlaufs verlangt werden könnte. So wurde die Goldkernwährung zur *Golddevisenkernwährung*.

Doch das Ziel dieser Politik war nicht allein die Herabsetzung der Kosten, die die Goldzirkulation und die Haltung eines aus effektivem Gold bestehenden Barschatzes bereiten. In vielen Staaten, so auch im Deutschen Reich und in Österreich, dachte man, auf diesem Wege zu einer Verbilligung des Zinsfußes zu gelangen. Vor Jahrzehnten hatte man unter dem geistigen Einflusse der Currencytheorie eine Bankgesetzgebung geschaffen, die die Ausgabe von nicht durch Gold gedeckten Banknoten begrenzte, um die Folgen einer Noteninflation zu vermeiden. Noch standen diese Gesetze in Kraft, doch das neue Geschlecht, durch die historisch-realistische Schule des nationalökonomischen Denkens entwöhnt und, soweit es überhaupt die Probleme zu verstehen suchte, im Banne der Bankingtheorie, verstand ihren Sinn nicht mehr. Seine epigonenhafte Schwäche hinderte es zwar daran, einen grundstürzenden Wechsel des Systems anzubahnen und, den nun allgemein herrschenden Auffassungen gemäß, die Beschränkungen der Ausgabe von metallisch nicht bedeckten Banknoten zu beseitigen. Man ließ die alten Gesetze nur unwesentlich verändert weiterbestehen, suchte aber ihre Wirkung durch die Einleitung verschiedener Maßnahmen zu schwächen. Die bemerkenswerteste dieser Maßnahmen war die planmäßige und zielbewußte Förderung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs. Von der Verdrängung der Bargeldumsätze durch Scheck- und Girozahlung erhoffte man sowohl Verminderung des Bedarfs an Banknoten als auch Rückströmen von Goldmünzen zur Bank und damit Stärkung des Barschatzes. Da das deutsche (und auch das österreichische) Bankgesetz für die Noten perzentuelle Deckung in Gold vorschrieben, konnte

für die in die Bank zurückfließende Goldmenge das Dreifache (in Österreich das Zweieinhalbfache) an Noten ausgegeben werden. Es kennzeichnet das banktheoretische Denken der letzten Jahrzehnte, daß man davon eine Verbilligung des Leihgeldsatzes erwartete.

Wir müssen, wenn wir auch nur einen flüchtigen Blick auf die währungs- und bankpolitischen Bestrebungen der letzten Jahrzehnte werfen, feststellen, daß die Entwertung des Goldes zu einem beträchtlichen Teil auf Maßnahmen der Politik zurückzuführen ist. Die Senkung der Kaufkraft des Goldes und die fortschreitende Erhöhung der Goldpreise aller Güter und Dienstleistungen waren kein Elementarereignis, sie waren zumindest auch die Folge einer Wirtschaftspolitik, die zwar anderen Zielen zustrebte, jedoch notwendigerweise zu diesem Ziel gelangen mußte. Quantitativ bestimmte Aussagen können über diese Dinge, wie schon erwähnt wurde, nie gemacht werden. Doch es steht fest, daß die Steigerung der Goldproduktion die seit 1896 beobachtete Goldentwertung entweder überhaupt nicht oder zumindest nicht in ihrem ganzen Ausmaße herbeigeführt hat; die auf die Verdrängung des Goldes aus dem effektiven Umlauf gerichtete Politik, die auf den Ersatz der älteren „reinen" Goldwährung durch die Goldkernwährung und durch die Golddevisenkernwährung zielte, hat den Goldwert herabgedrückt oder zumindest herabdrücken mitgeholfen. Vielleicht würden wir heute, wenn diese Politik nicht eingesetzt hätte, eher über Goldwertsteigerung als über Goldentwertung klagen hören.

Das Gold ist durch die neue Währungspolitik nicht demonetisiert worden, wie etwa kurze Zeit vorher das Silber, denn es blieb Grundlage unseres gesamten Geldwesens und ist nach wie vor unser Geld. Es kann schon gar nicht die Rede davon sein, daß es „entthront" worden wäre, wie gedankenlose Erfinder von Schlagwörtern und Phrasen vorgeschlagen haben, die die Welt vom „Goldwahn" heilen wollten. Doch es ist aus dem effektiven Verkehr des großen Publikums gezogen, es ist für die Menge unsichtbar gemacht und in den Kellern der Bank- und Währungsreserven konzentriert worden. Man hat das Gold devulgarisiert, und das mußte eine Tendenz zur Goldentwertung auslösen.

Wenn man heute auf die in den letzten Jahrzehnten beobachtete allgemeine Preissteigerung hinzeigt, um die Unzulänglichkeit der Goldwährung zu erweisen, so irrt man. Nicht die Goldwährung des alten Stils, wie sie die englischen und deutschen Goldwährungspolitiker empfohlen haben, hat uns ein Geldwesen beschert, von dem man aussagen muß, daß es in den letzten Jahrzehnten zu fortschreitender Preissteigerung geführt hat, sondern die Währungs- und Bankpolitik, die an Stelle jener

„reinen“ oder „klassischen“ Goldwährung die Goldkernwährung und Golddevisenkernwährung mit ausschließlichem Noten- und Scheidegeldumlauf und Konzentration der Goldbestände in Bank- und Währungsreserven hat treten lassen.

3. Die Manipulierbarkeit der Goldwährung.

Für die alte „reine“ oder klassische Goldwährung, wie sie zuerst England herausgebildet und wie sie dann das Deutsche Reich nach der Reichsgründung übernommen hat, sprach vor allem das, daß sie die Preisgestaltung von der Einwirkung der Politik und der sie beherrschenden wechselnden Anschauungen unabhängig stellte. Dieser Umstand empfahl die Goldwährung vor allem den Liberalen, die von dem Bestreben der Regierungen, einzelne Schichten der Bevölkerung auf Kosten der übrigen zu begünstigen, Beeinträchtigung der Ergiebigkeit der wirtschaftlichen Arbeit befürchteten.

Man darf freilich nicht außer acht lassen, daß auch auf die Wertgestaltung der „reinen“ Goldwährung Regierungsmaßnahmen von großem Einfluß sein können. Daß Länder zur Goldwährung neu oder wieder übergehen oder daß sie die Goldwährung wieder aufgeben, ist in erster Linie durch das Verhalten der Regierungen bedingt, wenn man sich auch die Einwirkung der Regierungsmaßnahmen, worauf hier nicht näher einzugehen ist, ganz anders vorzustellen hat, als sie von den nun heute endlich allgemein als unsinnig erkannten „staatlichen“ Theorien dargestellt werden. Die fortschreitende Verdrängung der Silberwährung durch die Goldwährung und der Übergang einiger Länder vom Kreditgeld zum Golde haben in der Zeit vor dem Kriege die Nachfrage nach Gold für den monetären Gebrauch erweitert; die währungspolitischen Ereignisse des Krieges, die bei den kriegführenden und bei einigen neutralen Staaten zur Abstoßung großer Goldbeträge führten, haben das Angebot von Gold erhöht. Jede währungspolitische Maßnahme stellt, soweit sie auf die monetäre Nachfrage und auf das Angebot des Goldes rückwirkt, eine „Manipulation“ der Goldwährung dar und zieht alle an der Goldwährung festhaltenden Staaten in Mitleidenschaft.

So wie „reine“ Goldwährung und Goldkern- und Golddevisenkernwährung sich nicht grundsätzlich, sondern nur in dem Ausmaße, in dem in ihnen für den effektiven Umlauf Geldsurrogate verwendet werden, unterscheiden, so unterscheiden sie sich auch in dem Punkte der Manipulierbarkeit nicht grundsätzlich. Die „reine“ Goldwährung ist dem Einfluß währungspolitischer Maßnahmen einerseits insofern unterworfen, als die Währungspolitik imstande ist, die Annahme der Gold-

währung und die Abkehr von der Goldwährung für ein Staatsgebiet zu beeinflussen, und andererseits insofern, als bei grundsätzlichem Festhalten an der Goldwährung durch die Währungspolitik Veränderungen im Goldbedarfe (durch Vermehrung oder Einschränkung der effektiven Goldzirkulation oder durch Veränderung des Deckungsverhältnisses der Noten und Kassenführungsguthaben) bewirkt werden können. Gerade soweit, aber auch nicht weiter, reicht der Einfluß der Währungspolitik auf die Wertgestaltung in der Goldkern- und in der Golddevisenkernwährung. Auch hier können die Regierung und die anderen Faktoren, die die Währungspolitik führen, durch Änderung des währungspolitischen Kurses die Gestaltung des Goldwertes beeinflussen. Wie groß dieser Einfluß ist, hängt davon ab, wie groß die Vermehrung oder Verminderung der nationalen Nachfrage nach Gold im Verhältnis zu der gesamten Goldnachfrage der Welt ist.

Wenn die Befürworter der alten „reinen" Goldwährung von der Unabhängigkeit der Gestaltung des Goldwertes von Regierungseinflüssen gesprochen haben, so ist dies so zu verstehen, daß, wenn einmal überall Goldwährung angenommen ist — und daß dies sehr bald der Fall sein werde, ja daß es schon fast überall geschehen ist, daran zweifelten die Goldwährungsmänner in den 70er, 80er und 90er Jahren des vorigen Jahrhunderts nicht im Geringsten — weiterhin von politischen Einwirkungen auf die Geldwertgestaltung nichts mehr zu spüren sein werde. Das gilt aber von der Goldkern- und von der Golddevisenkernwährung nicht minder. Wenn man heute davon spricht, daß ein Wechsel in der von dem amerikanischen Federal Reserve Board befolgten Politik oder die Rückkehr europäischer Länder zum effektiven Goldumlauf oder auch nur zur Haltung größerer Goldreserven den Goldwert stark verschieben müßten, so ist dies nichts, was die Voraussetzungen, von denen die einsichtigen Befürworter der „reinen" Goldwährung ausgegangen sind, umstürzen könnte. In diesem Sinne sind unter den Bedingungen moderner Wirtschaftsgestaltung alle Währungssysteme „manipulierbar". Der Vorzug der Goldwährung — gleichviel ob „reine" oder Kernwährung — liegt allein darin, daß sie, wenn sie einmal in einer bestimmten Gestaltung allgemein angenommen ist und daran festgehalten wird, weiterhin besonderen währungspolitischen Eingriffen nicht mehr zugänglich ist.

Die währungspolitischen Aktionen der Kriegs- und Nachkriegszeit haben das Geldwesen der ganzen Welt radikal umgebildet. Nun kehren die einzelnen Länder nach und nach zur Goldbasis zurück. Man kann voraussehen, daß dieser Prozeß bald abgeschlossen sein wird.

Es taucht jetzt ein zweites Problem auf: Soll man bei der allgemein herrschenden Kernwährung verhleiben oder soll man wieder wie einst in der „reinen" Goldwährung für die Umsätze mittleren Umfanges zum effektiven Goldgehrauch zurückkehren? Soll man, auch wenn man bei der Kernwährung verhleibt, effektive Goldreserven (nnd in welcher Höhe) halten oder können sich einzelne Staaten mit Golddevisenreserven begnügen? (Daß die Devisenkernwährung nicht allgemein werden kann, daß zumindest ein Land die Reserve in effektivem Gold anlegen muß, wenn es schon nicht effektiven Goldumlauf annimmt, ist klar.) Nur wenn man den augenhlicklich in jedem einzelnen Gebiete horrschenden Zustand verewigt, wenn man also die Dinge so läßt, wie sie gerade sind, mithin auch das Deckungsverhältnis so bestehen läßt, wie es hente ist, könnte man die Goldwährung schon heute wieder in jenem oben umschriebenen Sinn als nicht manipulierhar bezeichnen. Werden aher diese Prohleme in einer Weise gelöst, die die Nachfrage nach Gold für monetäre Zwecke stark verändert, dann muß die Kaufkraft des Goldes entsprechende Veränderungen erleiden.

Es gilt, sich darüber klar zu werden, daß sich damit nichts von dem wesentlich verändert hat, was die Befürworter der Goldwährung als deren Vorzug bezeichnet haben. Daß Änderungen in der Geldverfassung aller großen und reichen Länder die Gestaltung des Goldwertes stark beeinflussen müssen, und daß dies nun, da diese Ändernngen sich einmal vollzogen und auf die Kaufkraft des Goldes ausgewirkt haben, auch von einer Rückkehr zur alten Geldverfassung, wie sie vorher bestanden hat, gelten müßte, schwächt die Richtigkeit der Behauptung nicht ab, daß die Goldwährnng, solange an ihrer Struktur und in der Ausdehnung ihres unmittelbaren Geltungsgebietes keine wesentlichen Änderungen vorgenommen werden, in ihrer Wertgestaltung von der Politik unahhängig ist.

Wenn Irving Fisher und mit ihm viele andere die Goldwährung als eine schlechte Währung hezeichnen, weil die Kaufkraft des Goldes seit 1896 und besonders seit 1914 heträchtlich gesunken ist, so muß man das dahin richtigstellen, daß der Rückgang der Kaufkraft des Goldes anf die Währungspolitik zurückzuführen ist, die zwischen 1896 nnd 1914 durch Maßnahmen zur „Ersparung" von Gold und seit 1914 in vielen Ländern durch die Ahkehr von der Goldbasis auf die Minderung der Kaufkraft des Goldes hingearbeitet hat. Wenn andere wieder die Goldwährung für schlecht erklären, weil die bevorstehende Rückkehr zum effektiven Goldumlauf und die Verstärkung der Goldreserven in den Ländern der Kernwährung eine Steigerung der Kaufkraft des Goldes

nach sich ziehen muß, so ist hier wohl klar, daß es sich um die Folgen währungspolitischer Maßnahmen handelt, die die Goldwährung in ihrer Struktur umgestalten.

Die Kaufkraft des Goldes ist nicht ‚stabil'. Davon, daß es ‚stabile' Kaufkraft überhaupt nicht gibt, noch geben kann, daß die Vorstellung der „Wertstabilität" unklar und verschwommen ist und daß nur eine im strengsten Sinne des Begriffes ruhende Volkswirtschaft, in der alle Preise unverändert bleiben, kaufkraftfestes Geld haben könnte, wird noch zu sprechen sein. Aber daß die Goldwährung, einmal allgemein angenommen und unverändert beibehalten, die Gestaltung der Kaufkraft des Geldes von der Einwirkung wechselnder politischer Bestrebungen unabhängig macht, ist eine Tatsache, die man nicht bestreiten kann.

Da das Gold nur an einigen wenigen Fundstätten gewonnen wird, die früher oder später erschöpft werden, hört man immer wieder die Befürchtung aussprechen, es könnte einmal zu einer Goldknappheit und als Folge davon zu einem fortschreitenden Niedergang der Warenpreise kommen. Solche Befürchtungen wurden besonders laut in der zweiten Hälfte der 70er und in den 80er Jahren des vorigen Jahrhunderts. Später verstummten sie; erst in den letzten Jahren wagen sie sich wieder hervor. Man rechnet damit, daß die Fundstätten, die gegenwärtig ausgebeutet werden, in absehbarer Zeit erschöpft sein werden, und man glaubt, daß keine Aussicht vorhanden sei, daß irgendwo neue ausgiebige Goldfundstätten erschlossen werden könnten. Wird nun der Geldbedarf auch in Hinkunft in demselben Maße steigen, in dem er in der jüngsten Vergangenheit gestiegen ist, dann scheint ein allgemeiner Preisfall unausweichlich, wofern wir bei der Goldwährung verbleiben[1]). Man muß mit Voraussagen dieser Art sehr vorsichtig sein. Vor einem halben Jahrhundert hat der Geologe Eduard Sueß die Ansicht ausgesprochen und wissenschaftlich zu begründen gesucht, daß mit einem unaufhaltsamen Rückgang der Goldproduktion zu rechnen sei. Die Tatsachen haben ihm sehr bald unrecht gegeben. Es mag sein, daß die, die heute ähnliche Ideen vortragen, ebenso schnell und ebenso gründlich widerlegt werden. Doch wir wollen annehmen, daß sie Recht behalten, daß die Preise eine fallende Tendenz aufweisen und daß alle sozialen Folgen des Steigens der Kaufkraft ausgelöst werden. Was unter den gegebenen Verhältnissen in diesem Fall unternommen werden kann, um die unerwünschte Gestaltung der Marktlage zu ändern, wird am Ende des zweiten Teiles dieser Arbeit zu erörtern sein.

[1]) Vgl. Cassel, Währungsstabilisierung als Weltproblem, Leipzig 1928, S. 12.

4. Die Meßbarkeit der Veränderungen der Kaufkraft des Geldes.

Alle Vorschläge, das Sachgeld Gold durch ein besseres, weil „wertstabileres“ Geldwesen zu ersetzen, gehen von der unklaren Vorstellung aus, man könnte die Veränderungen der Kaufkraft irgendwie messen. Nur von diesem Standpunkt aus kann man dazu gelangen, das Ideal eines Geldes von unveränderlicher Kaufkraft aufzustellen und Wege zu suchen, die uns zur Verwirklichung dieses Ideals führen sollen. Auf dem Boden der älteren, heute längst überwundenen objektivistischen Werttheorie entsprungen — nebenbei bemerkt, auch mit ihr nicht recht übereinstimmend — nehmen sich diese verschwommenen und innerlich widerspruchsvollen Vorstellungen inmitten des Systems der modernen subjektivistischen Nationalökonomie recht wunderlich aus. Man vermag das Ansehen, dessen sie sich noch immer erfreuen, nur damit zu erklären, daß die subjektivistische Nationalökonomie bis vor kurzem sich darauf beschränkt hat, die Lehre vom unvermittelten (direkten) Tausch zu behandeln, und daß sie erst spät dazu gelangte, auch die Lehre vom vermittelten (indirekten) Tausch, d. i. die Lehre vom allgemeinen Tauschvermittler (Geldlehre) und die Lehre von den Umlaufsmitteln (Banklehre) mit allen hierher gehörigen Problemen in den Kreis ihrer Aufgaben zu ziehen[1]). Aber nun wäre es wohl höchste Zeit, die Irrtümer und Fehler dieser Vorstellung endgültig preiszugeben.

Die Austauschverhältnisse des Marktes sind immerfort Veränderungen unterworfen. Denken wir uns einen Markt, auf dem kein allgemein gebräuchliches Tauschmittel, kein Geld, verwendet wird, so erkennt man unschwer, wie widersinnig die Vorstellung von der Meßbarkeit der in den Austauschverhältnissen vor sich gehenden Verschiebungen ist. Erst wenn wir zur Fiktion vollständiger Unbeweglichkeit der zwischen den übrigen Tauschgütern untereinander bestehenden Austauschverhältnisse greifen, und wenn wir dann den übrigen Tauschgütern das Geld gegenüberstellen, können wir uns vorstellen, daß das zwischen dem Gelde und jedem einzelnen der übrigen Tauschgüter bestehende Austauschverhältnis gleichmäßig verändert wird, können wir von gleichmäßiger Hebung oder Senkung der Geldpreise aller Tauschgüter, von Hebung oder Senkung des Preisniveaus sprechen. Doch vergessen wir nicht, daß es sich hier um eine echte Fiktion im Sinne Vaihingers handelt, um ein Als-Ob, um eine bewußt falsche Vorstellung, die freilich für unser wissenschaftliches Denken unentbehrlich ist. Vielleicht wird das notwendigerweise Falsche dieser Vorstellung manchem noch deutlicher

---

[1]) Vgl. darüber meine Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel, a. a. O., S. 95ff.

werden, wenn wir sie nicht vom objektiven Tauschwert des Marktes, sondern vom subjektiven Tauschwert des einzelnen Wirtschafters aus fassen. Denn wenn wir das tun wollen, dann müssen wir einen ewigen Menschen mit ewig unveränderlichen Wertschätzungen fingieren. Dieser Mensch könnte an der ewig unveränderlichen Skala seiner Wertschätzungen die Kaufkraft des Geldes ablesen, er könnte sagen, wie sich die Geldmenge, die er ausgeben muß, um denselben Stand von Bedürfnisbefriedigung zu erlangen, verändert hat. Doch die Vorstellung eines allgemeinen Preisstandes, eines Preisniveaus, das gleichmäßig gehoben oder gesenkt wurde, ist nicht minder fiktiv. Wir wollen dabei ganz davon absehen, daß jede Veränderung des zwischen den Tauschgütern einerseits und dem Gelde andererseits bestehenden Austauschverhältnisses notwendigerweise zu Verschiebungen in der Verteilung des Vermögens und des Einkommens unter die einzelnen Wirtschafter führen muß, daß sie also als ein dynamisches Agens wirken muß, so daß es mithin schon von diesem Gesichtspunkt nicht zulässig ist, derartige Annahmen zu machen.

Wir benötigen jedoch diese Fiktion, um uns klar machen zu können, daß die zwischen den einzelnen wirtschaftlichen Gütern bestehenden Austauschverhältnisse von der Seite eines jeden einzelnen aus eine Verschiebung erfahren können. Sie ist das caeteris paribus der Lehre von den Austauschverhältnissen, und sie ist genau so fiktiv und genau so unentbehrlich wie jedes caeteris paribus. Wenn außerordentliche Verhältnisse außergewöhnlich große und daher auffallende Veränderungen der Austauschverhältnisse auftreten lassen, dann finden wir in den Daten des Wirtschaftsablaufes Hilfen, die uns das anschauliche Durchdenken dieser Probleme erleichtern mögen; doch auch dann, und zwar dann erst recht, müssen wir, wollen wir auch nur einigermaßen klar sehen, zu den unentbehrlichen Fiktionen unserer Theorie greifen. Wir sehen, wie die Ausdrücke „Inflation“ und „Deflation“, vor wenigen Jahren noch dem deutschen volkswirtschaftlichen Schrifttum kaum bekannt, heute täglich gebraucht werden. Daß sie für die Aufgaben der wirtschaftspolitischen Erörterung in der breiten Öffentlichkeit trotz ihrer Unexaktheit geeignet sind, ist nicht zu bestreiten[1]. Versucht man aber, sie genau zu fassen, dann muß man mit Denknotwendigkeit zu jenen Fiktionen gelangen, deren bewußte Falschheit uns nun klar ist.

Nicht der unwichtigste Dienst, den uns diese Fiktion leistet, ist der, daß sie uns instand setzt, bei den Veränderungen des zwischen

[1]) Ebendort S. 224f.

dem Gelde und den übrigen Tauschgütern bestehenden Austauschverhältnisses zu unterscheiden, ob sie ihren Ausgang von der Geldseite oder von der Seite der Tauschgüter her genommen haben. Auch diese Unterscheidung benötigen wir dringend für das Verständnis der auf dem Markte immerfort vor sich gehenden Verschiebungen und noch mehr für die Beurteilung der Bedeutung unternommener oder vorgeschlagener währungs- und bankpolitischer Maßnahmen. Doch auch hier kann es uns nie gelingen, das Bild, das uns unsere Fiktion gibt, mit dem Bilde, das der Markt wirklich bietet, in Übereinstimmung zu bringen; wir können an Hand der Fiktion die Wirklichkeit besser verstehen, aber wir müssen uns dessen bewußt bleiben, was Fiktion und Wirklichkeit scheidet [1]).

Die Methode, mit der man aus den Daten über die Veränderungen der Geldpreise der einzelnen wirtschaftlichen Güter zur Messung der Veränderungen der Kaufkraft des Geldes gelangen will, beruht auf dem Gedanken, daß bei gewissen rechnungsmäßigen Zusammenfassungen der Preisbewegung einer Vielheit von Kaufgütern oder aller Kaufgüter, die

[1]) Karl Menger hat die Frage nach der Natur und dem Maße des Einflusses, welchen die Änderung der auf Seite des Geldes liegenden Bestimmungsgründe der Preisbildung auf die Austauschverhältnisse des Geldes und der Kaufgüter ausübt, als das Problem des inneren Tauschwertes des Geldes und seiner Bewegung bezeichnet, und unter dem Ausdruck „Bewegung des äußeren Tauschwerts des Geldes" das Problem der örtlichen und zeitlichen Veränderungen des objektiven Tauschwertes des Geldes überhaupt zusammengefaßt. Ich habe diese Ausdrucksweise als „nicht gerade glücklich gewählt" bezeichnet (Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel, a. a. O., S. 104), sie aber dennoch, da sie nun einmal durch Menger in der Wissenschaft das Bürgerrecht erlangt hat, beibehalten und dort, wo dies mit Nutzen geschehen kann, verwendet. Es hat wenig zu sagen, wie eine Bezeichnung, die einem brauchbaren oder unentbehrlichen Begriff beigelegt wird, lautet; die Hauptsache sind die Begriffe und nicht die Ausdrücke, die sie bezeichnen. Es ist grober Unfug, wenn man für einen Begriff, dem schon ein Name beigelegt wurde, ohne Not einen anderen Ausdruck wählt. Mein Schüler Haberler hat mich darob heftig getadelt und mir vorgeworfen, ich stünde unter „der Herrschaft des Worts" (vgl. Haberler, Der Sinn der Indexzahlen, Tübingen 1927, S. 109f.). In seinen sachlichen Ausführungen kommt aber Haberler über das von mir Gebrachte nicht hinaus; er unterscheidet übrigens ebenfalls zwischen Preisveränderungen von der Warenseite her und solchen von der Geldseite her. Anfänger sollten ihren Ehrgeiz daran setzen, neue Erkenntnisse zu finden und ihre Zeit nicht damit verlieren, an dem Sprachausdruck herumzumäkeln. Daß es, wie Haberler meint, vergebene Mühe wäre, „in der Welt der Wirklichkeit einen inneren und äußeren Tauschwert des Geldes zu suchen", ist klar; Begriffe gehören aber überhaupt nicht der „Welt der Wirklichkeit" an, sondern der des Gedankens und der Wissenschaft. Daß Haberler meine Kritik an den Versuchen, den Geldwert zu messen, „nicht ganz glücklich" findet, ist um so erstaunlicher, als er sie doch ganz von mir übernommen hat.

Einwirkungen der auf Seite der Kaufgüter liegenden Bestimmungsgründe sich gegenseitig aufheben, so daß sich aus derartigen Zusammenfassungen die Wirkung der auf Seite des Geldes liegenden Bestimmungsgründe der Preisbewegung nach Richtung und Maß erkennen lassen. Das Wesen dieser Methode liegt also darin, daß sie durch Errechnung von Mittelwerten die bei den verschiedenen Kaufgütern aufgetretenen Preisänderungen zu einem Generalwert, der als Index der Geldwertveränderung angesehen werden soll, zu verarbeiten sucht. Wir wollen von den Schwierigkeiten, die sich der Beschaffung der als Grundlage für solche Berechnungen erforderlichen Preisangaben in der Praxis entgegenstellen, ganz absehen und uns nur auf das beschränken, was über die grundsätzliche Tauglichkeit dieser Methoden für die Lösung unseres Problems zu sagen ist.

Da ist zunächst zu bemerken: Es gibt verschiedene Mittelwerte. Welchen sollen wir wählen? Das ist eine alte Streitfrage. Zugunsten eines jeden Mittelwerts wurden Gründe geltend gemacht, gegen jeden wurden Einwände erhoben. Für uns ist aus dieser Erörterung nur das wichtig, daß die Frage nicht in einer von allen unbestritten als „richtig" anerkannten Weise entschieden werden kann.

Das andere Moment von grundsätzlicher Bedeutung ist die Frage nach der Berücksichtigung der Wichtigkeit der verschiedenen Kaufgüter. Zieht man den Preis eines jeden Gutes mit dem gleichen Gewichte zur Bildung des Indexwertes heran, dann ergibt sich etwa, daß, wenn wir das arithmetische Mittel suchen, die fünfzigprozentige Erhöhung des Brotpreises durch den Rückgang des Diamantenpreises auf die Hälfte ausgeglichen wird, so daß der Index sagen würde, es habe sich an der Kaufkraft (am Preisniveau) nichts geändert. Da dieses Ergebnis offenbar widersinnig ist, will man zur Bildung der Indexzahl die Preise der verschiedenen Waren nach Maßgabe ihrer Wichtigkeit verwenden. Die Preise sollen mit einem Wichtigkeitskoeffizienten in die Rechnung eingehen; man nennt dann das Ergebnis das „gewogene" Mittel. Doch da bringen wir in unser Verfahren das zweite arbiträre Moment. Was ist „Wichtigkeit"? Man hat verschiedene Gesichtspunkte heranzuziehen versucht. Für jeden wurden Gründe geltend gemacht, gegen jeden Einwendungen vorgebracht. Daß eine eindeutige, alle befriedigende Lösung des Problems nicht gefunden werden kann, ist klar. Man beachte besonders die Schwierigkeit, daß die Umstände, die für die — sei es wie immer gewählte — Methode zur Ermittlung der „Wichtigkeit" in concreto in Betracht kommen, sich beständig im Flusse befinden, so daß der Wichtigkeitskoeffizient selbst sich beständig mit verändert. In dem Augenblick, in dem man die „Wichtigkeit" der verschiedenen Güter zu

berücksichtigen beginnt, verläßt man den — wie sich eben gezeigt hat, zu offenbar widersinnigen Ergebnissen führenden — Boden des objektiven Tauschwerts und begibt sich auf den des subjektiven Tauschwerts. Da es eine allgemein anerkannte und unwandelbare „Wichtigkeit“ der Güter nicht gibt, da von „subjektivem“ Wert nur vom Standpunkt der einzelnen Wirtschafter gesprochen werden kann, muß man damit, je genauer man die Sache überdenkt, schließlich zu der schon besprochenen subjektiven Methode gelangen, zu jener unzulässigen Fiktion des ewigen Menschen mit ewig unveränderlichen Wertschätzungen. Da man auch das, weil es doch gleichfalls offenbar unsinnig ist, vermeiden will, bleibt man unschlüssig auf halbem Wege stehen. Nun ist man von den beiden offenbar unsinnigen Methoden — ungewogenes Mittel auf der einen Seite, Fiktion des ewigen Menschen mit den ewig unveränderlichen Wertschätzungen auf der anderen Seite — gleich weit entfernt, und glaubt daher, etwas Brauchbares gefunden zu haben. Doch die Wahrheit ist nicht das Mittel zweier Unwahrheiten. Daß jede der beiden Methoden sich, wenn man sie folgerichtig bis ans Ende führt, als widersinnig entpuppt, beweist doch nicht, daß ihre Verbindung das Richtige wäre.

Alle Indexberechnungen setzen sich über diese unwiderlegbaren Einwendungen leicht hinweg und rechnen mit beliebig gewählten Wichtigkeitskoeffizienten. Wir aber haben festzustellen: Auch das Problem der Berücksichtigung der Wichtigkeit kann nicht in einer von allen unbestritten als „richtig“ anerkannten Weise gelöst werden.

Die Vorstellung, es könnten die Veränderungen der Kaufkraft des Geldes gemessen werden, ist wissenschaftlich unhaltbar. Das wird niemand überraschen, der mit den Grundproblemen der modernen subjektivistischen Katallaktik vertraut ist und die Tragweite der modernen Untersuchungen über die Wertmessung[1]) und über die Bedeutung der Geldrechnung[2]) erkannt hat.

Man kann freilich Indexzahlen zu ermitteln suchen, und nichts ist heute bei den Statistikern beliebter. Doch alle diese Berechnungen ruhen auf schwankender Grundlage. Sie sind, ganz abgesehen von den Schwierigkeiten, die der Feststellung der Gleichartigkeit der Waren, deren Preise zugrundegelegt werden, in verschiedenen Zeitpunkten entgegenstehen, in doppelter Hinsicht arbiträr: in bezug auf die Wahl des Mittels und in bezug auf die Wahl der Wichtigkeitskoeffizienten.

---

[1]) Vgl. meine Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel, a. a. O., S. 10ff.

[2]) Vgl. meine Gemeinwirtschaft, Jena 1922, S. 100ff.

Wir haben keine Handhabe, eine der vielen möglichen Methoden als allein „richtig", die anderen als „falsch" zu kennzeichnen; jede ist gleich berechtigt oder unberechtigt, keine ist wissenschaftlich sinnvoll.

Es ist demgegenüber ein magerer Trost, wenn manche darauf hinweisen, daß die Ergebnisse der verschiedenen Methoden nicht allzu stark voneinander abweichen. Auch wenn das zutreffen würde, könnte es die Schlüsse, die wir aus unseren Feststellungen zu ziehen haben werden, nicht im mindesten beeinflussen. Daß man überhaupt darauf verfallen konnte, so genügsam zu sein, läßt sich nur aus den Erfahrungen der großen Inflationen, insbesondere der jüngsten und größten, erklären.

Um über die gewaltige Geldentwertung, wie sie etwa die deutsche Inflation brachte, eine rohe Aussage zu machen, mochte jede Indexmethode gut genug sein. Da hatte die Indexberechnung eine didaktische Aufgabe zu erfüllen: die in den etatistischen Vorstellungen vom Gelde befangene Bevölkerung aufzuklären. Doch was sich als Methode der Volksaufklärung bewährt, ist darum lange noch nicht wissenschaftlich korrekt oder für die Anwendung im Leben brauchbar.

5. Fishers Stabilisierungsplan.

Den Vorzug der Goldwährung erblicken wir darin, daß die Gestaltung des Goldwertes unabhängig von wirtschaftspolitischen Einwirkungen vor sich geht. Daß der Wert des Goldes nicht „stabil" ist, ist klar; doch Wertstabilität gibt es nicht und kann es nicht geben. Hätten wir ein „manipuliertes" Geldwesen, bei dem es zu den Aufgaben der Regierung gehören würde, den Geldwert zu beeinflussen, so würde die Frage, in welchem Sinne dieser Einfluß auszuüben ist, bald in den Mittelpunkt der wirtschaftspolitischen Interessen rücken. Man würde von der Regierung verlangen, daß sie durch ihre Eingriffe die Kaufkraft des Geldes so verändere, daß bestimmte politisch mächtige Schichten auf Kosten der übrigen Bevölkerung begünstigt werden. Über Richtung und Maß der geldwertpolitischen Verfügungen würden heftige Parteikämpfe entbrennen. Je nach den augenblicklichen Machtverhältnissen würde bald dies, bald das unternommen werden. Die ruhige gedeihliche Entwicklung der gesellschaftlichen Arbeit würde immerfort von Seite des Geldes her Störungen erfahren. Das Ergebnis der Manipulation würde uns ein Geldwesen bescheren, das gewiß nicht stabiler wäre als die Goldwährung.

Daran würde sich auch nichts ändern, wenn man sich entschließen würde, die Kaufkraft des Geldes so zu beeinflussen, daß die Indexzahl immer unverändert bleibt. Wir haben gesehen, daß es nicht nur einen,

sondern viele Wege zur Ermittlung von Indexzahlen gibt, daß wir keinen dieser Wege als den allein richtigen bezeichnen können und daß wir auf jedem Wege zu einem anderen Ergebnis kommen. Jede Partei würde jeweils die Indexmethode befürworten, deren Ausdruck ihr gerade für ihre politischen Zwecke zusagt. Kein Richter könnte zwischen den um die richtige Methode der Errechnung streitenden Gruppen eine objektive Entscheidung fällen, da es eben wissenschaftlich nicht angeht, einer der vielen Methoden objektive Richtigkeit zuzusprechen und alle übrigen als falsch zurückzuweisen.

Dazu kommt aber noch ein anderer sehr wichtiger Umstand. Die älteren Vertreter der Quantitätstheorie hatten die Auffassung vertreten, daß die durch Veränderung der Geldmenge bewirkten Veränderungen der Kaufkraft der Geldeinheit genau verkehrt proportional seien, so daß also etwa einer Verdoppelung der Geldmenge eine Verringerung der Kaufkraft der Geldeinheit auf die Hälfte entsprechen müsse. Der neueren Geldtheorie ist es gelungen, nachzuweisen, daß diese Fassung der Quantitätstheorie nicht haltbar ist. Eine Vermehrung der Geldmenge muß zwar caeteris paribus eine Senkung der Kaufkraft der Geldeinheit nach sich ziehen; doch diese Geldwertverminderung entspricht in ihrem Ausmaße keineswegs dem Ausmaß der Vermehrung der Geldmenge. Eine feste quantitative Beziehung zwischen den Bewegungen der Geldmenge und denen der Kaufkraft läßt sich nicht herstellen[1]). Daraus müßten sich für jede Währungsmanipulation ganz besondere Schwierigkeiten ergeben. Der Kampf der Parteien würde nicht bloß um die Feststellung der Erforderlichkeit einer Maßnahme gehen, sondern sich, auch wenn das Ziel, der die Maßnahme dienen soll, schon festgestellt wurde, um das Ausmaß der Inflation oder Restriktion drehen.

All das erklärt uns zur Genüge, warum die Vorschläge zur Schaffung einer manipulierten Währung keinen Anklang fanden und warum man das Kreditgeld (das „Papiergeld" des volkstümlichen Sprachgebrauches), auch wenn man von dem Mißbrauch, den die Finanzminister damit getrieben hatten, ganz absehen wollte, wegen seiner Manipulierbarkeit als schlechtes Geld bezeichnete.

Die Vorschläge, die Edelmetallwährung in der Funktion als standard of deferred payments durch die Warenwährung zu ersetzen oder zu ergänzen, gehen keineswegs darauf aus, ein manipuliertes Geldwesen zu schaffen. Sie wollen an der Edelmetallwährung selbst und an ihrer

---

[1]) Vgl. meine Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel, a. a. O., S. 120ff.

Wertgestaltung nichts ändern. Sie wollen lediglich einen Weg zeigen, der alle Geschäfte, die eine künftige Geldleistung zum Inhalt haben, von der Einwirkung der Geldwertveränderungen befreit. Auch das ist leicht zu verstehen, warum diese Vorschläge nicht verwirklicht wurden. Sie hätten ja, auf dem schwankenden und wissenschaftlich nicht fundierbaren Boden der Indexerrechnung ruhend, keinen wertstabilen standard of deferred payments geschaffen, sondern nur einen mit anderer Wertbewegung als der des goldenen Währungsmetalls.

Fishers Vorschläge knüpfen insofern an die älteren Warenwährungsideen an, als sie ganz wie diese von den sozialen Begleiterscheinungen der Geldwertveränderungen lediglich die Wirkung auf den Inhalt von Verpflichtungen zu künftiger Leistung von Geld ausschalten wollen. Darauf, daß es auch noch andere soziale Wirkungen der Geldwertveränderungen gibt als diese, hat Fisher ebensowenig Rücksicht genommen wie die große Mehrzahl der anglo-amerikanischen Bearbeiter der Probleme der sozialen Begleiterscheinungen der Geldwertveränderungen und die älteren Vorschläge zur Schaffung einer Warenwährung.

Auch Fisher baut seine Vorschläge ganz auf den Indexzahlen auf. Was seinen Entwurf zunächst vorteilhaft von den Vorschlägen zur Einführung eines multiple standard zu unterscheiden scheint, ist der Umstand, daß er die Indexzahlen nicht unmittelbar zur Feststellung der im Verlaufe längerer Zeiträume eingetretenen Veränderungen der Kaufkraft verwendet, sondern zunächst nur um die von einem Monat zum nächsten eingetretenen Veränderungen zu erfassen. Manche Bedenken, die gegen die Verwendung der Indexmethode für die Beobachtung längerer Zeiträume sprechen, werden vielleicht dort als weniger begründet erachtet werden, wo nur die Beobachtung kleinerer Zeiträume zur Erörterung steht. Wir haben uns jedoch hier mit dieser Frage nicht zu befassen. Denn Fisher beschränkt ja das Anwendungsgebiet seines Entwurfes nicht auf kurze Perioden. Wenn auch die Korrektur immer nur von Monat zu Monat vorgenommen werden soll, so soll sie doch immer weiter fortgesetzt werden, so daß schließlich mit Hilfe der Indexzahl doch Operationen durchgeführt werden, die sich über lange Zeiträume erstrecken und für die aus der Mangelhaftigkeit der Indexzahlen Fehler sehr beträchtlichen Umfangs eintreten müssen.

Der wichtigste Beitrag, den die Geldlehre Fisher verdankt, ist die Hervorhebung der früher nur wenig beachteten Rückwirkung der Geldwertveränderungen auf die Gestaltung des Zinsfußes[1]). Soweit die Be-

---

[1]) Vgl. Fisher, The Rate of Interest, New York 1907, S. 77ff.

wegungen der Kaufkraft des Geldes nicht nur nach der Richtung, die sie einschlagen werden, sondern wenigstens annähernd auch nach ihrem Ausmaße vorhergesehen werden können, kommen sie in dem Bruttozinssatz zum Ausdruck. Bezeichnen wir den Teil des Bruttozinses, der im Hinblick auf erwartete Kaufkraftveränderungen gefordert und gewährt wird, als Kaufkraftveränderungsprämie oder als Preisveränderungsprämie, welchen schwerfälligen Ausdruck wir durch den kürzeren Preisprämie ersetzen wollen, so versteht man ohne weiteres, daß bei Erwartung allgemeiner Preissteigerungen die Preisprämie den Bruttozins erhöht (positive Preisprämie), bei Erwartung allgemeiner Preissenkung ihn ermäßigt (negative Preisprämie). Da im allgemeinen den wirtschaftenden Subjekten der Umstand, daß der innere objektive Tauschwert des Geldes sich verändert, nicht bewußt wird, und selbst wenn dies der Fall wäre, die Schwierigkeiten, die der Bildung eines auch nur halbwegs zuverlässigen Urteils über Richtung und Maß der zu erwartenden Veränderungen entgegenstehen, außerordentlich groß, wenn nicht geradezu unüberwindlich sind, wird das Geld in naiver Weise im Kreditverkehr im allgemeinen als „wertstabil" betrachtet, so daß eine Preisprämie bei der Vereinbarung der Bedingungen, unter denen Kredite gewährt und in Anspruch genommen werden, nicht miteingerechnet wird. Das gilt so gut wie ausnahmslos vom langfristigen Kredit. Wenn in bezug auf eine bestimmte Geldart die Auffassung der „Wertstabilität" erschüttert ist, dann wird sie bei langfristigen Kreditgeschäften überhaupt nicht verwendet. So wurden in allen Staaten, in denen ein in der Kaufkraft heftig schwankendes Kreditgeld in Verwendung stand, langfristige Kreditverträge in dem als wertstabil geltenden Gold geschlossen. Als man in Deutschland und einigen anderen Ländern während der jüngsten Inflationsperiode aus etatistischer Verbohrtheit und Halsstarrigkeit diesen Weg nicht gleich einschlagen wollte, griff man zu Roggen- und zu Kalianleihen. Die Börsenkurse der auf Mark, Kronen und ähnliche Inflationswährungen lautenden Anleihen hätten sich so tief stellen müssen, daß in der effektiven Verzinsung eine positive Preisprämie, dem Ausmaß der erwarteten weiteren Entwertung dieser Valuten entsprechend, zum Ausdruck gekommen wäre, wenn nicht die Hoffnung einer späteren Aufwertung dieser Anleihen entgegengewirkt hätte.

Im kurzfristigen Kreditverkehr liegen die Dinge anders. Jeder Geschäftsmann rechnet mit den für die nächste Zeit zu erwartenden Veränderungen der Preise und richtet sich danach in seinen Käufen und in seinen Verkäufen. Erwartet er Preiserhöhung, dann wird er kaufen und mit dem Verkauf zurückhalten und, um sich die Mittel für dieses

Verhalten zu beschaffen, bereit sein, höhere Zinsen zu gewähren; erwartet er Preisfall, dann wird er trachten, zu verkaufen, und von Käufen abstehen und bereit sein, die dadurch verfügbar gewordenen Mittel zu billigerem Satz zu verleihen. Das macht, daß die Erwartung von Preissteigerungen zu einer positiven, die von Preisrückgängen zu einer negativen Preisprämie führt. Soweit diese Berücksichtigung der erwarteten Preisbewegung die tatsächlich eintretende Preisbewegung richtig erfaßt hat, kann man vom kurzfristigen Kreditverkehr nicht gut behaupten, daß durch die Veränderung der Kaufkraft des Geldes der Inhalt der Schuldverträge in einer von den Parteien nicht vorausgesehenen und von ihnen nicht beabsichtigten Weise umgestaltet werde und daß dadurch Verschiebungen in den Einkommens- und Vermögensverhältnissen der Gläubiger und der Schuldner eintreten. Mithin ist es, soweit kurzfristiger Kredit in Frage kommt, überflüssig, nach einem vollkommeneren standard of deferred payments Umschau zu halten.

Wir sehen also, was Fishers Vorschlag uns bringt; es ist nicht mehr, als jeder ältere Entwurf eines multiple standard schon gebracht hat. Für die langfristigen Verträge unzulänglich, für die kurzfristigen unzulänglich und überflüssig, muß das Urteil lauten, soweit es im Hinblick auf die Funktion des Geldes als standard of deferred payments gefällt wird.

Doch die sozialen Begleiterscheinungen der Geldwertveränderungen erschöpfen sich nicht darin, daß sie den Inhalt von Verpflichtungen, die auf künftige Leistung von Geld lauten, umgestalten. Neben diesen sozialen Begleiterscheinungen der Geldwertveränderungen, mit denen sich die englisch-amerikanische Literatur in der Regel allein beschäftigt, gibt es noch andere. Die Veränderungen der Geldpreise treten nämlich nie gleichzeitig allen Waren gegenüber auf und berühren die Preise der verschiedenen Güter nicht in gleichem Maße. Die Verschiebungen des Verhältnisses von Nachfrage und Angebot von Geld für die Kassenhaltung, die die Bewegungen des inneren objektiven Tauschwertes des Geldes auslösen, treten nicht gleichzeitig und gleichmäßig in der ganzen Volkswirtschaft zutage. Sie müssen notwendigerweise von einem bestimmten Gebiet aus ihren Ausgang nehmen, erfassen mit ihren Wirkungen zunächst nur einen Teil der Wirtschafter, beeinflussen zunächst nur deren Wertschätzungen und damit nur die Preise der Waren, die von diesen begehrt werden. Erst allmählich setzt sich die Kaufkraftveränderung in der ganzen Volkswirtschaft durch. Steigt z. B. die Geldmenge, so kann dies nicht anders vor sich gehen, als daß die zusätzliche neue Geldmenge zunächst bestimmten Wirtschaftern (etwa den

Goldproduzenten oder bei Papierinflation den Staatskassen) zuströmt, zunächst nur deren Einkommen und Vermögen und damit nur ihre Wertschätzungen verändert. Es steigen also vorerst nicht alle Güter im Preise, sondern nur die Güter, die von diesen ersten Nutznießern der Inflation begehrt werden und erst allmählich dann die übrigen Güter in der Folge, in der die zusätzliche Geldmenge sich über das ganze Land verteilt und zu allen Wirtschaftern gelangt[1]). Aber auch dann, wenn schließlich die Umwälzung aller Preise durch die neu aufgetretene Geldmenge zur Ruhe gekommen ist, sind die Preise aller Güter und Dienstleistungen nicht in dem gleichen Maße gestiegen. Denn gerade durch den Umstand, daß die Preissteigerungen nicht mit einem Male allen Waren gegenüber aufgetreten sind, wurden Verschiebungen der Einkommens- und Vermögensverhältnisse bewirkt, die Angebot und Nachfrage bei den einzelnen Gütern verschieden beeinflussen und daher zu einer Neuorientierung des Marktes und seiner Preise führen müssen.

Sehen wir von den Rückwirkungen der Geldwertveränderungen auf den Inhalt der auf künftige Leistung von Geld lautenden Verträge ab und nehmen wir an, daß die Veränderungen der Kaufkraft des Geldes sich gleichzeitig und gleichmäßig allen Waren gegenüber in der ganzen Volkswirtschaft vollziehen, so müßten wir feststellen, daß die Geldwertveränderungen keine Änderungen in der Vermögenslage der einzelnen Wirtschafter herbeiführen. Die Geldwertveränderungen hätten dann keine andere Bedeutung als Änderungen der Maße und Gewichte oder des Kalenders. Nur weil sie niemals gleichzeitig überall und allen Waren gegenüber auftreten, bringen sie (außer ihrem Einfluß auf den Inhalt der Schuldverträge auch noch andere) Verschiebungen des Einkommens und des Vermögens mit sich. Diejenigen Gruppen, die die Waren erzeugen und verkaufen, die zuerst im Preise gestiegen sind, werden durch die Inflation begünstigt, da sie zunächst schon höhere Gewinne erzielen, die Waren ihres eigenen Bedarfs aber noch zu den niedrigeren, dem ursprünglichen Stande der Geldversorgung entsprechenden Preisen einkaufen können. So haben in der Inflation des Weltkrieges die Erzeuger von Kriegsbedarf und die Arbeiter der Kriegsindustrie, zu denen der Segen der Notenpresse früher kam als zu den übrigen Schichten des Volkes, aus der Geldentwertung Vorteil gezogen, während die, deren Einkommen nominell zunächst auf dem alten Stande verblieben war, darunter zu leiden hatten, daß sie mit den Kriegsgewinnlern beim Einkaufen

---

[1]) Vgl. Gossen, Entwicklung der Gesetze des menschlichen Verkehrs und der daraus fließenden Regeln für menschliches Handeln, Neue Ausgabe, Berlin 1889, S. 206.

wetteifern mußten. Bei den öffentlichen Angestellten lagen die Dinge besonders klar zutage; es war nicht zu verkennen, daß sie dadurch zu kurz kamen, daß die Gehaltserhöhungen zu spät erfolgten, so daß sie noch eine Zeitlang aus ihrem — den alten Preisen angepaßten — Geldeinkommen Preise bezahlen mußten, in denen die Vermehrung der Geldmenge sich schon ausgewirkt hatte. Nicht schwerer war es, im Außenhandel die Wirkungen des Umstandes zu erkennen, daß die Preisänderungen der einzelnen Waren nicht gleichzeitig erfolgten. Die ausfuhrbegünstigende Wirkung der sinkenden Valuta ergibt sich aus dem Umstande, daß ein Teil der zur Herstellung der Ausfuhrware benötigten Rohstoffe, Halbfabrikate und Arbeitsleistungen noch zu den alten niedrigeren Preisen beschafft werden kann, wogegen sich im Valutenkurs der Börsen schon die Kaufkraftveränderung, die vorläufig nur einem Teil der Waren gegenüber zum Ausdruck gekommen ist, ausgewirkt hat, so daß der Exporteur einen spezifischen Gewinn erzielt.

Daß man die von der Geldseite ausgehenden Verschiebungen der Kaufkraft als störend empfindet, ist also nicht bloß auf die durch sie bewirkte Umgestaltung des Inhalts der auf künftige Leistung von Geld lautenden Verpflichtungen zurückzuführen, sondern auch auf die Folgen der Ungleichzeitigkeit der Veränderung der Preise der verschiedenen Waren und Dienstleistungen. Kann nun Fishers wertfester Dollar auch diese ausschalten?

Um diese Frage beantworten zu können, müssen wir feststellen, daß Fishers Entwurf die Veränderungen des Geldwertes nicht behebt, sondern fortlaufend — von Monat zu Monat — korrigiert. Die Folgen, die mit dem nur schrittweisen Sichdurchsetzen der Kaufkraftänderungen verbunden sind, werden also zunächst nicht ausgeschaltet, sie wirken sich im Laufe des Monats aus. Kommt es dann am Ende des Monats zur Korrektur, dann ist damit der Lauf der Geldentwertung noch nicht abgeschlossen. Denn die Korrektur erfolgt auf Grund der Indexzahl des vergangenen Monats, in der noch die volle Geldentwertung nicht zum Ausdruck kommen konnte, weil eben noch nicht alle Preise von ihr erfaßt worden waren. (Andererseits freilich haben die Güter, deren Nachfrage durch die zusätzliche Geldmenge zunächst emporgetrieben wurde, einen Hochstand erreicht, den sie später nicht ganz beibehalten werden können. Es hängt aber von den konkreten Daten des einzelnen Falles ab, ob diese zwei Abweichungen einander derart entsprechen, daß sie sich in ihrer Wirkung aufheben können.) Die Geldentwertung wird sich daher im folgenden Monat noch fortsetzen, auch wenn in diesem eine weitere Vermehrung der Geldmenge nicht eintreten würde, und das

würde fortgehen, bis der Prozeß endlich abgeschlossen wird durch eine allgemeine Erhöhung der (Gold-)Preise der Waren und demgemäß durch eine Erhöhung des Goldwertes des Dollars auf Grund der Indexzahl. Die sozialen Begleiterscheinungen der Ungleichzeitigkeit der Preisveränderung würden, da die Ungleichzeitigkeit der Preisveränderung der einzelnen Waren und Dienstleistungen nicht behoben wird, mithin nicht ausbleiben[1]).

Es ist mithin gar nicht notwendig auf die währungstechnischen Schwierigkeiten, die der Verwirklichung von Fishers Plan im Wege stehen, näher einzugehen. Auch wenn es gelingen könnte, ihn ins Werk zu setzen, würden wir kein Geldwesen erhalten, das die Einkommens- und Vermögensverteilung ungestört läßt.

6. Veränderungen der Kaufkraft des Geldes von der Warenseite und von der Geldseite.

Die Veränderungen des zwischen dem Gelde und den einzelnen wirtschaftlichen Gütern bestehenden Austauschverhältnisses können entweder von der Geldseite oder von der Warenseite ausgehen. Das Ziel der Stabilisierungspolitik geht dahin, nicht nur die von der Geldseite ausgehenden Veränderungen, sondern alle Veränderungen schlechthin für die Zukunft auszuschalten, mag dies auch in der Regel nicht klar ausgesprochen und mag es mitunter selbst bestritten werden.

Es ist für die Aufgaben. die uns beschäftigen, nicht notwendig, auf die Marktvorgänge näher einzugehen, die bei unverändertem Stande der Geldmenge Vermehrung oder Verminderung aller Kaufgüter auslösen müßten[2]). Es genügt uns, festzustellen, daß neben Verschiebung der zwischen den einzelnen Kaufgütern untereinander bestehenden Austauschverhältnisse auch Verschiebungen der zwischen dem Gelde und der größeren Zahl der Kaufgüter bestehenden Austauschverhältnisse in dem Sinne auftreten würden, daß Verminderung der Warenmenge die Kaufkraft der Geldeinheit schwächt, Vermehrung die Kaufkraft erhöht. Es ist dabei zu beachten, daß die soziale Umschichtung, die als Folge dieser Veränderungen des Angebotes an Waren auftreten muß, ihrerseits wieder eine Umgestaltung der Kassenhaltung und damit des Geldbedarfes auslösen wird und daß diese in einer Richtung erfolgen kann,

---

[1]) Im übrigen vgl. zur Kritik des Fisherschen Vorschlages meine Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel, a. a. O., S. 413ff.

[2]) Ob man diesen Fall als Veränderung der Kaufkraft von der Geldseite her oder als Veränderung der Kaufkraft von der Warenseite her ansehen will, ist eine Frage der Terminologie.

die die unmittelbare Wirkung der Änderung der Warenmenge auf die Kaufkraft abschwächen kann. Doch auch dies kann für uns zunächst außer acht bleiben.

Das Ziel aller Stabilisierungsvorschläge geht, wie wir gesehen haben, dahin, den ursprünglichen Inhalt der auf künftige Leistung von Geld lautenden Verträge unverändert aufrechtzuerhalten. Gläubiger und Schuldner sollen an Kaufkraft weder gewinnen noch verlieren. Das soll angeblich „gerecht“ sein. Darüber, was Recht oder Unrecht ist, kann man natürlich ein wissenschaftliches Urteil nicht abgeben. Das ist eine Frage der ethischen Wertung und des Wollens, keine Frage des Seins. Wir wissen nicht, was es ist, was den Vorkämpfern der Kaufkraftstabilisierung gerade die unveränderte Aufrechthaltung der Kaufkraft der Schuldsumme als das allein Gerechte erscheinen läßt. Doch wir können wohl annehmen, daß sie weder den Schuldner noch den Gläubiger gewinnen oder verlieren lassen wollen, daß sie den Schuldvertrag inmitten der sich von Minute zu Minute verändernden ökonomischen Welt möglichst unverändert fortbestehen lassen, daß sie ihn gewissermaßen aus dem Flusse des Geschehens in ein zeitloses Sein versetzen wollen. Nun beachte man, was hier vorgegangen ist. Alle Produktion ist ertragreicher geworden, der Güterstrom strömt reicher denn je zuvor, wo früher eine Mengeneinheit dem Verbrauch verfügbar war, sind es nun zwei. Doch da die Geldmenge nicht vermehrt wurde, ist die Kaufkraft der Geldeinheit gestiegen, für eine Geldeinheit kann man nun, sagen wir, 1½mal soviel Güter kaufen als früher. Ob das wirklich nun bedeutet, daß dort, wo keine Warenwährung besteht, der Schuldner benachteiligt und der Gläubiger begünstigt wird, ist nicht so ohne weiteres klar. Betrachtet man die Dinge vom Standpunkte der Preise der Produktionsmittel, dann wird man diese Auffassung freilich bestätigt finden. Denn der Schuldner konnte mit der Schuldsumme Produktionsmittel erwerben, deren Preis, wenn ihr Realertrag mittlerweile nicht gestiegen ist, zurückgegangen ist, oder, falls ihr Realertrag gestiegen ist, keine entsprechende Steigerung erfahren hat; man kann jetzt Produktionsmittel, die heute den Realertrag bringen, den die um die Schuldsumme zur Zeit der Schuldbegründung käuflichen Produktionsmittel damals gebracht haben, für weniger Geld erwerben. Wir wollen auf das Problematische solcher Hypothesen, die den Einfluß, den die eingetretenen Verschiebungen auf Unternehmergewinn, Kapitalzins und Rente ausüben, nicht berücksichtigen, gar nicht besonders eingehen. Wenn wir aber die Veränderungen der Reallöhne betrachten, ergibt es sich klar, daß die Dinge doch auch anders angesehen werden

können, als sie jenen erscheinen, die für die Stabilisierung eintreten. Der Gläubiger kann, wenn er dieselbe Nominalsumme zurückerhält, nun freilich mehr Güter kaufen, doch seine soziale Lage ist damit nicht verbessert worden, er ist gegenüber der allgemeinen Steigerung der Realeinkommen, die sich vollzogen hat, nicht begünstigt worden. Kürzt ihm nun die Warenwährung einen Teil der Nominalforderung, dann wird er sozial gedrückt, dann wird ihm etwas genommen, das, wie er glaubt, ihm nach Billigkeit zukommen sollte. Man muß dabei beachten, daß unter der Herrschaft der Warenwährung auch die jeweils fälligen Zinsen, die Leibrenten, Unterhaltsbeiträge, Pensionen u. dgl. m. nach Maßgabe der Indexzahl in ihrem Sollbetrag erhöht oder vermindert werden, so daß derartige Betrachtungen vom Standpunkte des Verbrauchers durchaus nicht von vornherein als unzulässig abgelehnt werden können.

Wir sehen, daß die Warenwährung und auch der Vorschlag von Irving Fisher auf der einen Seite gar nicht imstande sind, jene sozialen Begleiterscheinungen der Geldwertveränderungen auszuschalten, die sich aus der Ungleichzeitigkeit des Auftretens und der Ungleichmäßigkeit des Ausmaßes der Preisänderung ergeben, und daß sie auf der anderen Seite ihre Rückwirkung auf den Inhalt der Schuldverträge in einer Weise auszuschalten suchen, daß unter Umständen besonders geartete Verschiebungen der Einkommens- und Vermögensverhältnisse ausgelöst werden, die zumindest von denen, zu deren Lasten sie erfolgen, als offenbar ungerecht empfunden werden dürften. Die Frage der „Gerechtigkeit" der vorgeschlagenen Reformen steht somit nicht so unzweifelhaft fest, wie ihre Befürworter anzunehmen pflegen.

Die Sympathie, mit der diese und ähnliche Bestrebungen im allgemeinen aufgenommen werden und die ihnen selbst bei denen, die ihre Mangelhaftigkeit und Undurchführbarkeit erkennen, zumindest die Anerkennung verschafft, man müsse es bedauern, daß das zweifellos erstrebenswerte Ziel überhaupt nicht oder wenigstens nicht auf diesem Wege erreicht werden könne, wurzelt in letzter Linie in dem zugleich geistigen und physischen Trägheits- und Beharrungstrieb des Menschen. Wohl wünscht jedermann den Stand der Güterdeckung und Bedürfnisbefriedigung verbessert zu sehen, wohl hofft jeder auf Veränderungen, die ihn reicher machen könnten. Mißtrauen in die eigenen Kräfte und Fähigkeiten, die Unlust, sich im Denken und im Handeln neuen Lagen anpassen zu müssen, schließlich in vorgerückten Lebensjahren das Bewußtsein, daß man neuen Anforderungen nicht mehr mit der Lebenskraft der Jugend zu entsprechen vermag und manche andere Umstände wirken jedoch dahin, daß das Alte und Überkommene,

weil es ein Gewohntes ist, dem Neuen vorgezogen wird. Freilich, wenn das Neue der eigenen Wohlfahrt förderlich ist, wird es begrüßt und dankbar hingenommen. Jede Veränderung aber, die, ob nun aus eigenem Verschulden oder ohne solches, Nachteile bringt oder auch nur zu bringen scheint, wird als ungerecht empfunden. Die durch die neue Lage der Dinge ohne eigenes Verdienst Begünstigten nehmen die Wohlfahrtserhöhung als etwas Selbstverständliches und ihnen schon längst Gebührendes schweigend hin, die Geschädigten aber erheben laute Klage. Aus solchem Empfinden heraus entsprangen die Vorstellungen vom „gerechten Preis“ und vom „gerechten Lohn“. Wer mit der neuen Zeit nicht mitkam, wer ihren Anforderungen nicht zu entsprechen vermag, wird zum Lobredner der Vergangenheit und zum Befürworter des Stillstandes. Dem Ideal des nie rastenden Fortschritts wird das Ideal des Ruhezustandes, der stationären Wirtschaft entgegengestellt.

Lange Zeit hindurch galt die Sympathie der öffentlichen Meinung dem Schuldner. Das Bild des reichen Gläubigers, der dem armen Schuldner gegenüber auf seinem Schein besteht, beherrschte die volkstümliche Beurteilung der Schuldverhältnisse und die ressentimenterfüllten Ausführungen der Morallehrer. Ein Nachklang davon findet sich noch in der von den Zeitgenossen und den Epigonen der Klassiker gemachten Gegenüberstellung des idle rich und des industrious poor. Doch mit der Ausbildung der Teilschuldverschreibung und der Spareinlage, die es bei dem steigenden Wohlstand den Massen ermöglichte, Gläubiger zu werden, und mit dem Rückgang des Kleinbetriebs und dem Aufkommen des Großbetriebs trat ein Umschwung der Stimmung ein. Nun ist nicht mehr der „Reiche“ typisch Gläubiger und der „Arme“ typisch Schuldner; das Verhältnis ist in vielen Fällen, vielleicht in der Mehrzahl der Fälle, umgekehrt. Heute ist der Schuldnerstandpunkt, von Bauern- und Farmerländern abgesehen, nicht mehr der Standpunkt der Massen und mithin auch nicht mehr der der Demagogen. Wenn einst inflationistische Politik ihre stärkste Stütze bei den verschuldeten Massen finden konnte, so ist das heute anders. Heute kann Restriktionspolitik den Massen nicht unlieb sein, weil sie als Gläubiger daraus sicher Vorteil zu ziehen hoffen und weil sie als Lohn- und Gehaltsempfänger erwarten, daß die Herabsetzung ihrer Bezüge dem Rückgang der Warenpreise nachhinken, ihm keinesfalls vorauseilen werde.

Man kann es mithin verstehen, daß die Vorschläge zur Schaffung eines „wertstabilen“ standard of deferred payments, die in den Jahren des Niedergangs der Warenpreise fast in Vergessenheit geraten waren, in den letzten drei Jahrzehnten wieder aufgenommen wurden. Vor-

schläge dieser Art sind immer vor allem zur Abwehr von Schädigung des Gläubigers, kaum je zum Schutze gefährdeter Schuldnerinteressen gemacht worden. Sie sind in England aufgetaucht, als England der große Weltbankier war, sie wurden in den Vereinigten Staaten in dem Augenblicke erneuert, in dem dieses Land sich anschickte, aus einem Schuldnerland ein Gläubigerland zu werden, sie wurden dort geradezu volkstümlich, als Amerika der große Weltgläubiger wurde.

Manche Anzeichen sprechen heute dafür, daß die Periode der fortschreitenden Geldwertverringerung sich ihrem Ende nähert. Sollte das wirklich der Fall sein, dann dürfte auch der Widerhall, den die Idee der manipulierten Währung heute bei den Gläubigernationen findet, schwächer werden.

7. Das Ziel der Geldwertpolitik.

Die Geldwertpolitik der vorliberalen Zeit war entweder rohe Münzverschlechterung zugunsten der Finanzverwaltung (nur ausnahmsweise als Seisachtheia geplant) oder noch rohere Papiergeldinflation, bei der schon frühzeitig neben dem fiskalischen Zweck oder an seiner Stelle die Absicht, den Schuldner auf Kosten des Gläubigers zu begünstigen, den treibenden Beweggrund bildete. Der entwerteten Papierwährung gegenüber nahm der Liberalismus öfter den Standpunkt ein, man müsse durch Restriktion den Geldwert bis zur Höhe der alten Parität mit dem Metallgelde heben. Erst als man erfahren hatte, daß man die als ungerecht empfundenen Einkommens- und Vermögensverschiebungen der Inflationszeit durch die Restriktion keineswegs rückgängig machen könne, daß vielmehr die Kaufkraftsteigerung wiederum Einkommens- und Vermögensumschichtungen mit sich bringt, die man nicht erwünscht fand, trat allmählich die Forderung der Rückkehr zur Metallwährung mit dem augenblicklichen Metallpari der entwerteten Valuta an die Stelle der Forderung zur Wiederherstellung des alten Pari.

Gegenüber dem Edelmetallgelde erschöpfte sich die Währungspolitik lange Zeit in fruchtlosen Versuchen, der Doppelwährung Leben und Bestand einzuflößen. Die Folgen, die die Festlegung eines gesetzlichen Austauschverhältnisses zwischen den beiden Edelmetallen Gold und Silber nach sich ziehen mußte, kannte man schon lange, bevor die klassische Nationalökonomie die Erkenntnis von der Gesetzmäßigkeit der Markterscheinungen gelehrt hatte; das Greshamsche Gesetz, die Anwendung der Lehre von den Preistaxen auf den besonderen Fall des Geldwesens, erwies sich immer wieder als richtig. Schließlich gab man es auf, das Ideal der Doppelwährung anzustreben. Nun war das nächste

Ziel, den immer mehr an Bedeutung wachsenden Außenhandel von den Einwirkungen der Schwankungen des Preisverhältnisses der beiden Edelmetalle zu befreien. Das Ergebnis war die Ausbreitung der Goldwährung und die Zurückdrängung der Alternativwährung und der Silberwährung. Das Gold wurde zum Weltgeld.

Mit der Erreichung des Goldmonometallismus hielten die Liberalen das Ziel aller Geldwertpolitik für erreicht. (Wie sie es für nötig erachteten, die Währungspolitik durch die Bankpolitik zu ergänzen, wird noch eingehend erörtert werden.) Das Gold war in seiner Wertgestaltung von unmittelbarer Einflußnahme der Regierungen, der Politik, der öffentlichen Meinung und der Parlamente unabhängig, man mußte nicht fürchten, daß, solange die Goldwährung aufrecht blieb, heftige Bewegungen der Preise von der Geldseite her ausgelöst werden könnten. Mehr wollten die Anhänger der Goldwährung nicht, obwohl ihnen zunächst nicht ganz klar war, daß man mehr auch gar nicht erreichen konnte.

Wir haben gesehen, wie es gekommen ist, daß die Kaufkraft des Goldes in den letzten drei Jahrzehnten immerfort gesunken ist. Das war nicht, wie vielfach behauptet wird, einfach die Folge der Steigerung der Golderzeugung. Es mag dahingestellt bleiben, ob, wenn die Politik nicht eingegriffen hätte, der Zufluß an Gold aus den Erzeugungsstätten sich nicht eher als zu gering erwiesen hätte, um dem Steigen des Geldbedarfes ohne Steigerung der Kaufkraft zu entsprechen. Nur weil man in einer Reihe von Staaten nicht, wie die Goldwährungsanhänger erwartet hatten, die „reine“ Goldwährung einführte, sondern Goldkernwährung und Golddevisenkernwährung und weil man in den Ländern der „reinen“ Goldwährung Maßnahmen ergriff, die sich als Schritte auf dem Wege zur Kernwährung darstellten und als solche auch gedacht waren, und weil man schließlich seit 1914 das Gold so ziemlich überall aus dem effektiven Umlauf zurückzog, hat das Gold jenen Preisfall erlitten, der die jüngste währungspolitische Erörterung hervorgerufen hat.

Das, was man heute an der Goldwährung auszusetzen findet, ist mithin nicht der Goldwährung zuzuschreiben, sondern einer Politik, die die Goldwährung bewußt untergraben wollte, um die Kosten des Geldgebrauchs herabzusetzen, vor allem aber, um „billiges Geld“ (im Sinne: niedriger Darlehenszins) zu erhalten. Es ist klar, daß diese Politik das Ziel, das sie sich gesetzt hatte, nicht erreichen konnte und daß sie schließlich nicht niedrigen Darlehenszins, sondern Preissteigerungen und Ungleichmäßigkeit im Ablauf der Wirtschaft zeitigen mußte. Genügt

es nun, alle Versuche, durch währungs- und bankpolitische Kunstgriffe den Zinsfuß zu ermäßigen, aufzugeben und die Währungspolitik von Rücksichten auf die Kosten des Geldumlaufs und auf die Möglichkeit, im Notfalle Papierinflation zu treiben, freizumachen?

Die Vorkämpfer der „reinen" Goldwährung, die dem Geldwesen der wichtigsten Staaten Europas, Amerikas und Australiens die Verfassung gegeben haben, die bis zum Ausbruche des Weltkriegs in Kraft stand und die das währungspolitische Schrifttum bis in die jüngste Zeit als das währungspolitische Ideal angesehen hat, haben ohne Zweifel die Tatsache der von der Geldseite ausgehenden Veränderungen der Kaufkraft des Goldgeldes zu leicht genommen. Sie haben das Problem der „Stabilisierung" der Kaufkraft des Geldes kaum beachtet und es jedenfalls für ganz und gar unpraktisch erachtet. Wir mögen uns heute rühmen, die Grundfragen der Preis- und Geldtheorie tiefer erfaßt zu haben, wir sind über manche Auffassungen, die die währungspolitischen Schriften einer gar nicht fernen Vergangenheit beherrscht haben, hinausgekommen, doch wir können, gerade auch, weil wir das Wertproblem heute besser zu verstehen glauben, die Vorschläge, das Geldwesen auf den Indexzahlen aufzubauen, nicht annehmbar finden. Es mag dem politischen Denken der Zeit entsprechen, jede Anregung, die auf Erweiterung des Einflusses der Regierung zielt, zu begrüßen. Wenn man den Vorschlägen von Fisher und Keynes zustimmt, weil man die unmittelbare Beeinflussung der Wertgestaltung des Geldes durch die Regierung bestimmten wirtschaftspolitischen Zwecken dienstbar machen will, dann kann man das verstehen, wenn man es auch nicht zu billigen vermag. Doch wer für die Indexwährung eintritt, weil er die Kaufkraft „stabilisiert" sehen will, befindet sich in einem schweren Irrtum.

Wenn man darauf verzichtet, der Chimäre eines Geldes von unveränderlicher Kaufkraft nachzujagen, so liegt darin weder Resignation noch auch Geringschätzung der sozialen Folgen der Geldwertveränderungen. Man zieht nur die notwendige Schlußfolgerung aus der Einsicht, daß Beständigkeit der Kaufkraft des Geldes Beständigkeit aller Austauschverhältnisse und damit völlige Ruhe des Marktes und der Wirtschaft voraussetzt.

Man hat immer wieder die Frage aufgeworfen, was einmal zu geschehen haben wird, wenn durch eine technologische Umwälzung die Golderzeugung in einem Maße steigen sollte, das das weitere Festhalten an der Goldwährung unmöglich macht. Dann werde man, meint man, zur Indexwährung übergehen müssen, und da wäre es doch nur zweckmäßig, dies schon jetzt freiwillig zu tun. Es ist jedoch müßig, sich heute

mit Problemen zu befassen, die sich der Geldpolitik der Zukunft möglicher-, wenn auch nicht allzu wahrscheinlicherweise bieten werden. Wir wissen nicht, unter welchen Bedingungen an ihre Lösung zu schreiten sein wird. Es mag sein, wir wollen es dahingestellt sein lassen, daß unter Umständen die Verhältnisse keine andere Lösung als die Annahme eines auf einer Indexzahl beruhenden Systems zulassen werden. Doch damit würde kaum ein zweckmäßigeres Geldwesen geschaffen werden als das, das wir heute besitzen. Ungeachtet aller Mängel, die ihr anhaften, ist die Goldwährung eine brauchbare und nicht unzweckmäßige Währung.

II. Konjunkturpolitik zur Ausschaltung der Konjunkturschwankungen.

1. Die Stabilisierung der Kaufkraft des Geldes und die konjunkturfreie Wirtschaft.

Die „Stabilisierung" der Kaufkraft des Geldes würde zugleich auch das Ideal einer konjunkturfreien Wirtschaft verwirklichen. In der stationären Wirtschaft gibt es eben kein Auf und Nieder des Ganges der Geschäfte, da fließt der Strom des Geschehens gleichmäßig und ruhig dahin, da stört kein unvorhergesehenes Ereignis die Güterversorgung, da erfährt der Wirtschafter keine Enttäuschung dadurch, daß die Dinge sich nicht so entwickeln, wie er es in seinem auf die künftige Bedarfsdeckung gerichteten Handeln angenommen hat. Wir haben gesehen, daß dieses Ideal nicht verwirklicht werden kann, und daß es überhaupt nur aufgestellt werden konnte, weil man die Probleme der Kaufkraftgestaltung nicht ganz durchgedacht hat, und daß schließlich stationäre Wirtschaft (gesetzt den Fall, daß sie verwirklicht werden könnte) gewiß nicht das erfüllen würde, was man von ihr erhoffen mag. Doch mit dieser Feststellung und mit der engeren Absteckung der Ziele der Geldwertpolitik ist durchaus noch nicht gesagt, daß alles das, was sich heute unter dem Schlagworte „Politik zur Ausschaltung der Konjunkturschwankungen" birgt, sinnlos wäre. Es ist wahr, einem Teil der Schriftsteller, die sich mit diesen Problemen befaßt haben, schwebt dunkel die „Stabilisierung des Preisniveaus" als der Weg vor, auf dem die Ziele, die sie der Konjunkturpolitik setzen, erreicht werden könnten. Doch daß die Konjunkturpolitik sich nicht in den fruchtlosen Versuchen zur Festlegung der Kaufkraft des Geldes erschöpft, zeigt schon allein der Umstand, daß die Bemühungen, durch bankpolitische Maßnahmen den Aufschwung zu dämpfen und damit auch den auf den Aufschwung endlich folgenden Niedergang nicht so tief gehen zu lassen, wie es der Fall sein müßte, wenn man den Dingen freien Lauf gelassen hätte, besonders eifrig zu einer Zeit aufgenommen und zu einer Reihe von weittragenden Maßnahmen geführt haben, da man den Gedanken, es könnte

so etwas wie eine Stabilisierung des Geldwertes erdacht und angestrebt werden, nicht kennen wollte.

Man sollte überhaupt nicht einen Augenblick daran vergessen, was alles von der Currency-Schule zur Klarstellung unseres Problems, sowohl des theoretisch-wissenschaftlichen als auch des praktisch-politischen, geleistet worden ist. Gerade die modernste Behandlung des Problems in der Theorie, in der Tatsachen-Beobachtung und -Statistik und in der Politik fußt doch ganz auf dem, was die Currency-Schule vollbracht hat. Wir sind nicht soweit über Lord Overstone hinausgekommen, daß wir berechtigt sein sollten, auf seine Leistungen geringschätzig zu blicken.

Viele moderne Konjunkturforscher verachten nicht nur diese oder jene Theorie, sondern alle Theorie schlechthin und gehen vor, nur die Tatsachen sprechen zu lassen. Auf keinem zweiten Teilgebiete unserer Wissenschaft ist der Wahn, die Theorie müsse sich aus den Ergebnissen unvoreingenommener Tatsachenerforschung herausdestillieren lassen, mehr zu Hause als auf dem der Konjunkturlehre. Und doch ist es nirgends klarer als gerade hier, daß es ein Erfassen von Tatsachen ohne Theorie nicht gibt. Es ist heute wohl nicht mehr nötig, die logischen Irrtümer der historisch-empirisch-realistischen Richtung der „wirtschaftlichen Staatswissenschaften“ nochmals aufzudecken. Diese Arbeit ist in den letzten Jahren wiederholt mit größter Gründlichkeit von berufenen Männern unternommen worden. Dessenungeachtet begegnen wir neuerdings Versuchen, das Konjunkturproblem unter vermeintlichem Verzicht auf theoretische Erfassung zu behandeln.

Man gibt sich dabei der unbegreiflichen Täuschung hin, anzunehmen, die Tatsache des Konjunkturwechsels sei uns in unmittelbar evidenter Weise unzweifelhaft gegeben und es komme — für die Wissenschaft — lediglich darauf an, sie zu erklären und — für die Politik als Kunstlehre — Mittel und Wege zu ihrer Beseitigung zu finden.

Daß alle Geschäfte zu gewissen Zeiten gut gehen und zu anderen wieder schlecht, daß es Zeiten gibt, in denen der Unternehmer seine Gewinne täglich in früher nicht gehofftem Maße steigen sieht, in denen er dann, durch die Erfolge, die ihm in den Schoß gefallen sind, wagemutig gemacht, zur Erweiterung seiner Unternehmungen schreitet, und daß auf solchen Aufschwung dann durch jähen Wechsel der Umstände bald arge Enttäuschung folgt, große Verluste eintreten, alte Häuser zusammenbrechen, bis allgemeine Entmutigung eintritt, die oft jahrelang anhält, das waren Erfahrungen, die sich dem Kaufmann der kapitalistisch wirtschaftenden Länder schon lange aufdrängten, ehe man anfing, auch im

Schrifttum von einem Krisenproblem zu sprechen. Der schnelle Wechsel von — zumindest dem Anscheine nach — höchster Steigerung der Prosperität zu bösestem Niedergang der Gewinstmöglichkeiten war zu auffallend, um nicht allgemeine Aufmerksamkeit zu erwecken. Daß Leute, die gestern noch reich waren oder doch als reich gegolten hatten, plötzlich verarmten, daß Fabriken stillgelegt, in Angriff genommene Bauten stehen gelassen wurden, daß Arbeiter die Arbeitsgelegenheit verloren, waren Dinge, die selbst von denen beachtet werden mußten, die von dem „schnöden Mammonsdienst" der Geschäftswelt nichts wissen wollten. Für den Kaufmann aber gab es begreiflicherweise nichts, was ihm nähergehen konnte als dieses Problem.

Fragte man den Unternehmer, was denn hier vorgehe, dann gab er wohl zur Antwort, daß — abgesehen von den aus erkennbaren Ursachen vor sich gehenden Veränderungen einzelner Warenpreise — das ganze Preisniveau bald nach aufwärts, bald nach abwärts tendiere. Aus unerklärlichen Gründen treten mitunter Verhältnisse ein, unter denen man alle oder doch die meisten Waren überhaupt nicht oder nur mit Verlust abzusetzen vermöge, und was das merkwürdigste sei, solche Unglückszeiten brächen immer gerade dann herein, wenn man es am wenigsten erwartet habe, gerade dann, wenn alle Geschäfte schon eine Zeitlang immer besser gegangen wären, so daß man nun endlich mit dem Anbruch eines Zeitalters ungestörter rascher Entwicklung nach aufwärts gerechnet habe. Dem schärfer denkenden Geschäftsmann mußte es freilich schließlich klar werden, daß schon in der Hochkonjunktur der Keim der folgenden Krise zu suchen sei, und der wissenschaftliche Beurteiler, dessen Blick naturgemäß auf die Betrachtung eines längeren Zeitabschnittes eingestellt ist, konnte bald feststellen, daß Aufschwung und Niedergang anscheinend gesetzmäßig abwechseln. Damit war das Problem halbwegs gestellt, und die Wissenschaft begann sich die Frage vorzulegen, wie diese Gesetzmäßigkeit zu verstehen und zu erklären sei.

Zwei dieser Erklärungsversuche, die Theorie der allgemeinen Überproduktion und die Unterkonsumtionstheorie, konnte die theoretische Prüfung als ganz verkehrt abweisen; sie verschwanden aus der wissenschaftlichen Erörterung und fristen ihr Dasein nur noch außerhalb der Wissenschaft: die Theorie der allgemeinen Überproduktion im Vorstellungskreis des Durchschnittsbürgers und die Unterkonsumtionstheorie im Schrifttum des Marxismus. Nicht so leicht hatte es die Kritik mit einer dritten Gruppe von Erklärungsversuchen, die die Schwankungen der Konjunktur aus dem periodischen Wechsel natürlicher Voraussetzungen des Bodenertrages ableiten wollten. Man kann an diese Lehren

mit den Mitteln der theoretischen Untersuchung allein nicht herankommen. Es wäre denkbar, daß solche Einflüsse sich in regelmäßiger Wiederkehr geltend machen; ob es wirklich der Fall ist, kann nur der Versuch lehren, die Theorie an der Beobachtung zu verifizieren. Diese Probe hat nun bis heute keine der Wetter-Theorien bestanden[1]).

Eine ganze Reihe von im übrigen recht verschiedengearteten Erklärungsversuchen geht von einer behaupteten Ungleichmäßigkeit in der seelischen und geistigen Veranlagung der Menschen aus. Diese Ungleichmäßigkeit äußere sich in der Wirtschaft in dem Wechsel von zuversichtlicher Beurteilung der kommenden Dinge, die den Aufschwung auslöst, und von Niedergeschlagenheit, die zur Krise und zur Geschäftsstille führt, oder in dem Wechsel von wagemutigem Einschlagen neuer Wege und ruhigem Wandeln auf ausgetretenen Pfaden. Was an diesen Lehren und an manchen der ihnen mitunter nahestehenden psychologischen Disproportionalitätstheorien in erster Linie auszusetzen ist, ist das, daß sie nicht erklären, sondern nur das Problem anders stellen. Sie können den Wechsel der Konjunktur nicht auf eine auch schon sonst festgestellte und erkannte Erscheinung zurückführen. Von den periodischen Schwankungen des seelischen und geistigen Geschehens erfahren wir nur durch sie, und keine andere Beobachtung auf dem Arbeitsgebiete der Gesellschaftswissenschaften oder anderer Wissenschaften zeigt uns, daß man auch auf anderem Wege zur Annahme von Schwankungen dieser Art gelangen könnte. Solange das Auftreten solcher Schwankungen nicht auch irgendwie anders glaubhaft gemacht werden kann als durch die Tatsache des Wechsels von Aufschwung und Niedergang im Ablauf der Wirtschaft, bedeuten die psychologischen und die ihnen verwandten Krisenlehren für uns kaum mehr als die Zurückführung eines Unbekannten auf ein anderes ebenso Unbekanntes.

Von allen Konjunkturtheorien hat nur eine den Rang einer ausgebildeten nationalökonomischen Lehre erreicht und behauptet: die von der Currency-Schule vorgetragene, die in Vorgängen des Zirkulationskredits das den Wechsel der Konjunktur Bewirkende findet. Immer wieder kehren alle Krisentheorien, auch wenn sie sich sonst noch so weit von den Gedankengängen der Currency-Lehre zu entfernen trachten, doch in ihre Bahnen zurück, immer wieder werden wir auf Beobachtungen geführt, die uns die Auffassung der Currency-Schule neuerdings zu bestätigen scheinen. Man kann eigentlich sagen, daß die Zirkulations-

[1]) Vgl. über die Theorien von Jevons, Moore und Beveridge die Ausführungen bei Mitchell, Business Cycles, New York 1927, S. 12ff.

kredittheorie des Konjunkturwechsels[1]) heute von allen Schriftstellern anerkannt wird und daß die übrigen Theorien, die heute vorgetragen werden, nur darauf abzielen, zu erklären, wieso es kommt, daß der Umfang des durch die Banken gewährten Zirkulationskredits periodisch schwankt. Alle Versuche, den Ablauf der Konjunkturschwankungen empirisch-statistisch zu beobachten, und alle Bestrebungen, die Gestaltung des Konjunkturwechsels durch wirtschaftspolitische Maßnahmen zu beeinflussen, beruhen auf der Zirkulationskredittheorie.

Erst durch die Aufstellung einer unserer Kritik zulänglich erscheinenden Konjunkturtheorie wird die Tatsache des gesetzmäßigen Konjunkturwechsels erwiesen, wird uns gezeigt, daß es sich bei der Fragestellung der Konjunkturforschung nicht um ein Scheinproblem handelt. Wäre es uns nicht gelungen, eine befriedigende Theorie vom Konjunkturwechsel zu finden, dann wäre noch immer die Frage offen geblieben, ob nicht jede einzelne Krise einer besonderen Ursache entspringt, die wir erst aufzuspüren hätten. Die Nationalökonomie ist zum Krisenproblem gelangt, indem sie vorerst alle Krisen auf besondere „sichtbare" und „offenkundige" Ursachen wie Krieg, Elementarereignisse, Anpassung an neue Daten des Wirtschaftens (z. B. Änderungen des Bedarfs und der Technik oder Auffindung günstigerer natürlicher Produktionsbedingungen) zurückzuführen gesucht hat. Die Krisen, die auf diesem Wege nicht erklärt werden konnten, wurden uns zum spezifischen Krisenproblem. Weder der Umstand, daß diese noch unerklärten Krisen immer wiederkommen, noch der Umstand, daß ihnen immer ein Zeitabschnitt besonderen Aufschwungs vorausgeht, könnten uns unzweifelhaft dartun, daß es sich hier um eine eigenartige und aus einer spezifischen Verursachung entspringende Erscheinung handelt. Die Wiederkehr erfolgt nicht nach gleichlangen Zwischenpausen, und daß eine Krise um so stärker beachtet wird, je mehr sie sich von der Gestaltung der Dinge in dem ihr unmittelbar vorangegangenen Zeitabschnitte abhebt, ist nicht schwer zu verstehen. Man könnte also immerhin noch annehmen, daß es ein spezifisches Krisenproblem gar nicht gibt und daß die noch unerklärten Krisen ebenso aus verschiedenen besonderen Ursachen erklärt werden müßten wie etwa die „Krise", in der sich die mitteleuropäische Landwirtschaft seit dem Auftreten des Wettbewerbs der auf besserem Boden arbeitenden osteuropäischen und überseeischen Landwirtschaft befindet, oder die „Krise" der europäischen Baumwollindustrie zur Zeit des amerikanischen

[1]) Für diese Theorie ist, wie schon erwähnt wurde, die Bezeichnung „monetäre Theorie" am gebräuchlichsten. Aus manchen Gründen ist jedoch die Bezeichnung „Zirkulationskredittheorie" vorzuziehen.

Bürgerkriegs. Was von der Krise gilt, kann auch auf die Hausse angewendet werden. Auch hier könnten wir statt nach einer allgemeinen Haussetheorie nach besonderen Ursachen jeder einzelnen Hausse suchen.

Weder die Verknüpfung der Hausse und der Baisse noch der zyklische Wechsel der Konjunktur sind Tatsachen, die wir unabhängig von der Theorie festzustellen vermögen. Erst die Konjunkturtheorie läßt uns in der wirren Fülle von Geschehnissen den Wellenzug der Konjunktur erkennen[1]).

2. Die Zirkulationskredittheorie.

Werden von den Banken über den Betrag des in ihren Kassen zur Deckung erliegenden Geldes hinaus Noten ausgegeben oder Kassenführungsguthaben, über die mit Scheck oder in ähnlicher Weise verfügt werden kann, eröffnet, dann wird dieselbe Wirkung auf die Preise erzielt, die eine Vermehrung der Geldmenge nach sich zieht. Denn diese Umlaufsmittel, wie wir die metallisch nicht bedeckten Noten und Kassenführungsguthaben bezeichnen, leisten den Wirtschaftern als allgemein für sicher anerkannte, jederzeit fällige Geldforderungen Gelddienst, sie können wie Geld für alle Umsätze verwendet werden, sind daher richtige Geldsurrogate; sie vermehren mithin, da sie über den Betrag des gegebenen Geldvorrates (Geldvorrat im engeren Sinne) hinausgehen, den Geldvorrat im weiteren Sinne.

Diesen unbestreitbaren und von keiner Seite bestrittenen Feststellungen wird von der Banking-School die praktische Bedeutung für die Gestaltung der Preise durch die Behauptung abgesprochen, daß der Ausgabe von Umlaufsmitteln in dem Geldbedarfe der Volkswirtschaft eine feste Grenze gezogen sei. Werden die Umlaufsmittel von den Banken nur im Eskompte von kurzfristigen Warenwechseln ausgegeben, dann könnten nie mehr in den Verkehr gelangen, als die Abwicklung der Umsätze gerade erfordert. Auf die Größe der im Warengeschäft umgesetzten Beträge könne das Verhalten der Banken keinen Einfluß üben. Die Käufe und Verkäufe, aus denen die kurzfristigen Warenwechsel herstammen, brächten schon in dem Wechsel selbst ein Kreditpapier zur Entstehung, das durch Weiterbegebung dem Umsatz von Waren und Dienstleistungen dienstbar gemacht werden kann. Wenn die Bank den Wechsel eskomptiert und dagegen etwa Noten ausgibt, so sei das für den Markt ein neutraler Vorgang; da hier nichts anderes geschehe, als

---

[1]) Wenn in der Konjunkturlehre Ausdrücke wie Zyklus, Wellenbewegung u. dgl. verwendet werden, so sind das Bilder, die die Darstellung erleichtern sollen. Mehr kann und darf man in einem Vergleich, der als solcher immer hinkt, nicht suchen.

daß ein technisch für die Zirkulation weniger geeignetes Instrument, der Wechsel, durch ein geeigneteres, die Note, ersetzt wird, so könne die Wirkung der Notenausgabe nicht die sein, daß der Geldumlauf vermehrt wird. Wird der Wechsel bei Verfall eingelöst, so strömen die Noten wieder zur Bank zurück, und neue können erst wieder in den Verkehr gelangen, bis aus neuen Geschäften wieder neue Warenwechsel entstanden sind.

Der wunde Punkt dieser berühmten Beweisführung liegt in der Behauptung, daß die Höhe der in den Käufen und Verkäufen, aus denen Warenwechsel entspringen können, erzielten Umsätze von dem Verhalten der Banken unabhängig sei. Wenn die Banken zu einem niedrigeren Satz eskomptieren, dann werden mehr Kreditkäufe durchgeführt als bei einem höheren Zinssatze. Geschäfte, die bei 5% unrentabel sind und daher nicht gemacht werden, können bei 4% rentabel sein. Die Banken können daher durch die Ermäßigung des Zinssatzes die Nachfrage nach Kredit und durch die Befriedigung dieser Nachfrage die Umlaufsmittelzirkulation erhöhen. Hat man das einmal erkannt, so fällt das einzige Argument, das die Banking-Theorie gegen die preisbeeinflussende Kraft der Umlaufsmittelausgabe vorzubringen wußte, in nichts zusammen.

Man muß sich hüten, ganz allgemein von den Wirkungen des Kredits auf die Preise, von „Kreditinflation“ und von „Kreditexpansion“ schlechthin zu sprechen. Man muß den Kredit, der aus eigenen oder aus den von Einlegern zur Verfügung gestellten fremden Mitteln erteilt wird (wir nennen ihn Sachkredit), streng von jenem sondern, der durch die Ausgabe von Umlaufsmitteln, d. h. von nicht durch Geld gedeckten Noten und Kassenführungsguthaben, gewährt wird und den wir Zirkulationskredit nennen. Nur durch die Gewährung von Zirkulationskredit können die Preise aller Waren und Dienstleistungen unmittelbar beeinflußt werden.

Wenn die Banken durch Eskomptierung eines Dreimonatswechsels Zirkulationskredit gewähren, dann tauschen sie ein künftiges Gut — eine in drei Monaten fällige Forderung — gegen ein Gegenwartsgut aus, das sie aus dem Nichts schaffen. Es ist daher nicht richtig, zu behaupten, es sei gleichgültig, ob der Wechsel von der Umlaufsmittelbank eskomptiert wird oder ob er, von Hand zu Hand begeben, im Verkehr bleibt. Wer den Wechsel im Verkehr nimmt, kann es nur tun, wenn ihm dazu Mittel zur Verfügung stehen. Die Umlaufsmittelbank aber eskomptiert, indem sie die dazu erforderlichen Mittel neu schafft und in den Verkehr bringt. Wohl strömen die Umlaufsmittel bei Verfall des Akzeptes wieder zu ihr zurück; gibt sie sie dann nicht wieder aus,

dann treten eben die Folgen einer Verminderung des Geldvorrats im weiteren Sinne ein.

Der Umstand, daß die Banken die Umlaufsmittel nur im Betriebe des Bankgeschäfts als Darlehen an Erzeuger und Händler ausgeben, macht, daß die Umlaufsmittel zunächst nicht unmittelbar zu Konsumzwecken, sondern produktiv, d. h. zum Ankauf von Produktionsmitteln und zur Lohnzahlung, verwendet werden. Es steigen also infolge einer durch Umlaufsmittelausgabe bewirkten Vermehrung des Geldvorrates im weiteren Sinne zunächst die Preise der Rohstoffe, der Halbfabrikate und der anderen Güter höherer Ordnung und die Löhne; erst später folgen die Preise der Güter erster Ordnung nach. Der Weg, den die Geldwertveränderung nimmt, und demgemäß auch ihre sozialen Begleiterscheinungen sind bei einer durch bankmäßige Ausgabe von Umlaufsmitteln ausgelösten Kaufkraftänderung anders als bei einer durch neue Edelmetallfunde oder durch Ausgabe von Papiergeld bewirkten. Doch die Wirkung auf die Preise ist in letzter Linie bei beiden von gleicher Art.

Veränderungen der Kaufkraft des Geldes wirken nicht unmittelbar auf die Höhe des Zinssatzes ein. Mittelbar kann eine Beeinflussung der Zinshöhe dadurch eintreten, daß die im Gefolge der Geldwertveränderung auftretenden Verschiebungen der Einkommens- und Vermögensverhältnisse die Spartätigkeit und damit die Kapitalbildung beeinflussen. Wenn eine Geldentwertung die reicheren Schichten auf Kosten der ärmeren begünstigt, dann wird ihre Wirkung voraussichtlich in einer Erhöhung der Kapitalbildung bestehen, da für die Spartätigkeit vor allem die wohlhabenderen Schichten in Betracht kommen und desto mehr von ihnen zurückgelegt wird, je mehr ihr Einkommen und ihr Vermögen wachsen. Wird durch Umlaufsmittelausgabe eine Geldentwertung herbeigeführt, dann wird, wenn die Löhne der Steigerung der Warenpreise nicht allzu schnell nachfolgen, die Kaufkraftminderung zweifellos diese Wirkung in besonders starker Weise auslösen. Das ist das „erzwungene Sparen", auf das in der jüngsten Literatur mit Recht nachdrücklich hingewiesen wird[1]). Man sollte aber dabei drei Dinge nicht

---

[1]) Hahn (Art. Kredit im „Handwörterbuch der Staatswissenschaften", 4. Aufl., V. Bd., S. 951) und Schumpeter (Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, 2. Aufl., München 1926, S. 156 Anm.) haben mir die Urheberschaft des Ausdruckes „erzwungenes Sparen" oder „gezwungenes Sparen" zugeschrieben. Ich habe zwar den Vorgang schon 1912 in der ersten Auflage meiner Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel (S. 227ff., 411ff.) beschrieben, den Ausdruck selbst aber m. W. dort nicht gebraucht.

vergessen: Erstens, daß es immer von den Daten des besonderen Falles abhängt, ob Vermögens- und Einkommensverschiebungen, die zu erhöhter Spartätigkeit führen, wirklich ausgelöst werden; zweitens, daß unter Umständen, auf die hier nicht näher einzugehen ist, eine in ihrem Ausmaß sehr beträchtliche Geldentwertung durch Verfälschung der auf der Geldrechnung der Handelsbücher beruhenden Wirtschaftsrechnung zu Kapitalsaufzehrung führen kann, ein Fall, der während der jüngsten Inflationsperiode zeitweilig eingetreten ist; drittens, daß jede wirtschaftspolitische Maßnahme, die den „Reichen“ Mittel zuführt auf Kosten der „Armen“, ebenfalls die Kapitalbildung fördert, was besonders die Befürworter der durch Umlaufsmittelausgabe zu bewirkenden Inflation beachten sollten.

Innerhalb enger Grenzen kann schließlich auch die Umlaufsmittelausgabe zu erhöhter Kapitalbildung und damit zu Ermäßigung des Zinsfußes führen. Zunächst aber tritt durch die Umlaufsmittelausgabe eine sofortige und unmittelbare Ermäßigung des Leihsatzes ein, die von jener endlichen Zinsermäßigung in Art und Maß unabhängig ist. Die neu von den Banken auf dem Geldmarkte angebotenen Mittel müssen selbstverständlich einen Druck auf den Zinsfuß ausüben. Bei dem Zinssatz, der vor der Ausgabe der zusätzlichen Umlaufsmittelmenge in Kraft stand, waren Angebot und Nachfrage nach Leihgeld ausgeglichen; der zusätzliche Betrag kann nur untergebracht werden, wenn mit dem Zinssatz hinuntergegangen wird. Das ist den Banken noch immer rentabel, da die Vermehrung der Umlaufsmittelmenge von ihnen, abgesehen von den banktechnischen Kosten (z. B. des Notendrucks und der Buchführung) keinen Aufwand erfordert. Die Banken können mithin die Zinssätze, die sich auf dem Leihmarkte ohne ihr Dazwischentreten bilden würden, unterbieten und damit, da ihr Wettbewerb die übrigen Geldverleiher zur Ermäßigung ihrer Zinsforderung zwingt, den Zinssatz des Marktes zunächst ermäßigen. Bleibt es bei dieser Ermäßigung? Das ist das Problem.

Nach dem Vorgang von Wicksell nennen wir jenen Zinssatz, der durch Nachfrage und Angebot festgestellt werden würde, wenn die Realkapitalien ohne Vermittlung des Geldes in natura dargeliehen würden, den natürlichen Kapitalzins, und jenen Zinssatz, der für Darlehen, die in Geld oder Geldsurrogaten bestehen, verlangt wird, den Geldzins. Es ist den Banken möglich, den Geldzins durch fortgesetzte Erweiterung der Umlaufsmittelausgabe bis auf das durch die Kosten des Bankbetriebes gegebene Maß, praktisch gesprochen also bis nahezu auf Null, herabzudrücken. Eine Reihe von Schriftstellern haben daher

gemeint, daß man den Zins auf diesem Wege ganz beseitigen könnte, und ganze Schulen von Reformern wollten durch bankpolitische Maßnahmen die Unentgeltlichkeit des Kredits anbahnen und damit die „soziale Frage“ lösen. Kein vernünftiger Mensch aber zweifelt heute daran, daß man den Zins keineswegs „aufheben“ kann und daß der durch die Erweiterung der Umlaufsmittelausgabe herabgedrückte Geldzins sich über kurz oder lang wieder auf den Stand des natürlichen Kapitalzinses heben muß. Die Frage ist nur, wie diese unvermeidliche Anpassung vor sich geht. Die Antwort erklärt uns zugleich auch die Schwankungen der Konjunktur.

Die Currency-Theorie hat dieses Problem zu eng formuliert. Sie faßte bloß den Fall ins Auge, der für das England ihrer Zeit allein praktische Bedeutung hatte: daß nämlich nur in einem Lande die Umlaufsmittelausgabe vergrößert wird, während in den übrigen alles beim Alten bleibt. Unter diesen Voraussetzungen liegen die Dinge recht klar: allgemeine Preissteigerung im Inlande, daher Wachsen der Einfuhr und Rückgang der Ausfuhr von Waren, somit Abströmen des Metallgeldes (die Noten können nur im Inland umlaufen) ins Ausland. Um sich das Metallgeld für die Ausfuhr zu beschaffen, präsentieren die Noteninhaber die Noten zur Einlösung, der Metallschatz der Banken sinkt, und nun nötigt die Rücksichtnahme auf ihre eigene Zahlungsfähigkeit die Banken zur Einschränkung der gewährten Kredite. Das ist der Augenblick, in dem der Aufschwung der Geschäfte, den die leichte Kreditbeschaffungsmöglichkeit herbeigeführt hat, sich als Scheinblüte erweist, in dem ein jäher Umschwung eintritt, der Zinssatz in die Höhe schnellt, Unternehmungen, denen der Kredit entzogen wird, zusammenbrechen und die Banken, die ihre Gläubiger sind, mitreißen. Nun folgt eine lange andauernde Geschäftsstille; die Banken, durch die gemachte Erfahrung zur Zurückhaltung gemahnt, unterbieten nicht nur nicht mehr den Zinssatz des Marktes, sondern üben die größte Vorsicht in der Kreditgewährung.

Um dieses Schema zu ergänzen, müssen wir zunächst auch die Preisprämie berücksichtigen. Wie die Banken damit anfangen, den Umfang des Zirkulationskredites zu erweitern, bewirkt die Aufwärtsbewegung der Preise potentiell das Auftreten einer positiven Preisprämie. Selbst wenn die Banken ihren Nominalzinssatz gar nicht mehr weiter herabsetzen, erweitert sich damit die Spannung zwischen dem Geldzins und dem Zinssatz, der sich ohne ihr Dazwischentreten gebildet hätte. Da nun Leihgeld billiger zu erhalten ist, als den gegebenen Verhältnissen entspricht, wächst die Unternehmungslust, man schließt neue Geschäfte

ab in der Erwartung, das erforderliche Kapital durch Kreditaufnahme beschaffen zu können. Wohl erhöhen jetzt die Banken angesichts der wachsenden Ansprüche den Nominalzinsfuß, doch sie stellen die weitere Kreditgewährung nicht ein, sie erweitern daher die Menge der ausgegebenen Umlaufsmittel, worauf die Kaufkraft weiter sinken muß. Der Zinsfuß steigt wohl nominell während der Aufschwungsperiode, aber er bleibt ständig hinter dem Satze zurück, der der Marktlage entsprechen würde, d. i. natürlicher Kapitalzins vermehrt um die positive Preisprämie. Solange dieser Zustand anhält, dauert der Aufschwung fort. Die Preise und die Gewinne steigen, die lagernden Warenvorräte werden leicht verkauft, und die Unternehmungen werden mit Aufträgen überhäuft, weil alle mit einem weiteren Steigen der Preise rechnen; die Arbeiter finden bei steigendem Lohn Beschäftigung. Das aber kann nicht in alle Ewigkeit so fortgehen.

Der natürliche Kapitalzins setzt sich in der Höhe fest, die auf dem Markte Gleichgewicht schafft: es gibt keine unbeschäftigten Kapitalgüter, und es gibt keine unausgenützten Möglichkeiten, rentable Unternehmungen einzuleiten; nur die Geschäfte, die bei dem geltenden Satz des natürlichen Kapitalzinses nicht mehr rentieren, werden nicht unternommen. Nun ist aber durch das Eingreifen der Banken das Gleichgewicht gestört. Man kann Geld unter dem Satze des natürlichen Kapitalzinses beschaffen, man kann sohin Geschäfte anfangen, die früher nicht rentabel waren, es erst durch die durch die Erweiterung des Zirkulationskredits eingetretene Verbilligung des Leihsatzes wurden. Hier sehen wir wieder den Unterschied, der zwischen einer durch Erweiterung des Zirkulationskredits bewirkten Kaufkraftsenkung und einer durch Vermehrung der Geldmenge bewirkten besteht. Bei dieser werden entweder nur die Preise der Konsumgüter oder die Preise sowohl der Konsumgüter als auch die der Produktivgüter von der Preissteigerung zunächst ergriffen, je nach dem, ob die, in deren Vermögen oder Einkommen die zusätzliche Geldmenge zuerst fließt, von dem neuen Reichtum produktiven oder konsumtiven Gebrauch machen. Ist jedoch die Kaufkraftsenkung durch eine Vermehrung der Umlaufsmittel ausgelöst worden, dann sind es zuerst die Preise der Produktivgüter, die von ihr erfaßt werden; die Preise der Konsumgüter folgen erst in dem Maße nach, in dem die Profite und Löhne hinaufgehen.

Da es immer mehr oder weniger lang dauern müßte, bis auf dem Markte völliges Gleichgewicht eingetreten ist, sind die statischen — oder, um dem Sprachgebrauch der Klassiker und Wicksells zu folgen, natürlichen — Preise, Löhne und Zinssätze nie wirklich in Geltung,

da der Prozeß, der zu ihrer Festlegung führt, regelmäßig noch nicht zum Abschluß gelangt ist, wenn schon wieder neue Veränderungen eine neue Gleichgewichtslage bedingen. Es gibt auch auf dem unbehinderten Markte zu Zeiten eine gewisse Menge von unverkauften Gütern, die über das Maß der der Statik entsprechenden Lagerhaltung hinausgeht, von unbeschäftigten Produktionsmittelanlagen und von unbeschäftigten Arbeitern. Diese Rerserven werden nun zunächst von der Belebung der Geschäfts- und Produktionstätigkeit erfaßt. Sind sie aber einmal verschwunden, dann muß die Vermehrung der Umlaufsmittelmenge Störungen besonderer Art auslösen.

Die in einem gegebenen Zustand der Volkswirtschaft durchführbaren Produktionsmöglichkeiten sind durch die Menge der verfügbaren Kapitalgüter begrenzt. Produktionsumwege können nur soweit eingeschlagen werden, als genug Subsistenzmittel vorhanden sind, um die Arbeiter während der ganzen Dauer der verlängerten Produktionsperiode zu erhalten. Alle jene Produktionsprozesse, für deren Durchführung keine Mittel zur Verfügung stehen, müssen unterbleiben, mögen sie auch „technisch", d. h. ohne Rücksicht auf den Stand unserer Kapitalversorgung, als durchführbar erscheinen; durch die von den Banken bewirkte Verbilligung des Leihsatzes werden aber solche Geschäfte für den Augenblick rentabel und daher in Angriff genommen. Für sie reicht jedoch der gegebene Subsistenzmittelfonds nicht aus. Das muß früher oder später zum Vorschein kommen. Dann zeigt es sich, daß die Produktion falsche Wege gegangen ist, daß Anlagen errichtet wurden, die über die Mittel der Volkswirtschaft hinausgehen, daß die Spekulation, d. h. die auf die Versorgung mit künftigen Gütern gerichtete Tätigkeit, irregeleitet war.

In den letzten Jahren wurde große Bedeutung dem Umstande beigelegt, daß das „erzwungene Sparen", das durch die im Gefolge der Umlaufsmittelvermehrung auftretende Kaufkraftsenkung eintreten kann, zur Vergrößerung der Kapitalmenge führt. Der Subsistenzmittelfonds wird dadurch gestreckt, daß die Arbeiter weniger verzehren, weil die Löhne dem Steigen der Güterpreise nicht ganz nachkommen, und die Schichten, die aus dieser Einkommensschmälerung der Arbeiter Vorteil ziehen, sparen zumindest einen Teil ihres Gewinnes. Ob es tatsächlich zum „erzwungenen Sparen" kommt, hängt, wie schon erwähnt wurde, von den Umständen des Falles ab; es sei das hier nicht näher untersucht. Doch damit, daß man die Tatsache des „erzwungenen Sparens" feststellt, ist noch lange nicht gesagt, daß die durch die Banken vorgenommene Erweiterung des Zirkulationskredits nicht zu einer über die

gegebenen Möglichkeiten hinausgehenden Verlängerung der Produktionsumwege führt. Um das zu beweisen, müßte man aufzeigen können, daß die Banken nur in dem Maße in der Lage sind, durch Erweiterung der Umlaufsmittelausgabe den Geldzins herabzudrücken, in dem durch das „erzwungene Sparen" eine Herabsetzung des natürlichen Kapitalzinses eintritt. Daß diese Annahme geradezu widersinnig wäre, braucht nicht näher ausgeführt werden; es ist kaum anzunehmen, daß sie jemand vertreten wollte. Was uns beschäftigt, ist das Problem einer durch die Banken bewirkten Ermäßigung des Geldzinses unter das Maß des natürlichen Kapitalzinses. Soweit unter gewissen Umständen und nur innerhalb enger Grenzen im Gefolge dieses Verhaltens der Banken auch der natürliche Kapitalzins sinkt, ist das uns gestellte Problem eben nicht vorhanden. Niemand zweifelt jedoch daran, daß das „erzwungene Sparen" im besten Fall den natürlichen Kapitalzins nur um einen Bruchteil dessen ermäßigen kann, was die es auslösende Herabsetzung des Geldzinses ausmacht[1]).

Die Mittel, die durch die neu in Angriff genommenen Produktionsverlängerungen beansprucht werden, fehlen dort, wo sie sonst eingesetzt worden wären. Die Ermäßigung des Leihsatzes ist allen Produzenten zugute gekommen, es sind daher alle Produzenten durch sie in die Lage versetzt worden, höhere Preise für die Produktionsmittel und höhere Löhne zu zahlen. Ihr Wettbewerb treibt die Preise der Produktionsmittel und die Löhne in die Höhe, doch er kann die Menge der verfügbaren Güter höherer Ordnung und die Zahl der Arbeitskräfte, abgesehen von den schon besprochenen Möglichkeiten, nicht vermehren. Der Subsistenzmittelfonds reicht nicht aus, um die Arbeiter während der verlängerten Produktionsperiode zu ernähren. Es zeigt sich, daß das Einschlagen der neuen, längeren Produktionsumwege im Hinblick auf den Kapitalstand nicht angebracht war; die Unternehmungen merken dies zunächst daran, daß die ihnen zur Verfügung stehenden Mittel nicht hinreichen, um die Geschäfte fortzuführen, daß das „Geld" knapp wird.

Das aber ist so gekommen. Die allgemeine Preissteigerung bewirkt, daß alle Geschäfte mehr Mittel beanspruchen, als bei ihrem Eingehen — bei der „Entrierung", heißt es im Kaufmannsjargon — berechnet

---

[1]) Ich glaubte, darauf hier noch einmal hinweisen zu müssen, obwohl ich in dem, was ich oben S. 45 und in meiner Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel (I. Aufl., S. 429f., II. Aufl., S. 370f.) darüber gesagt habe, alles erschöpft zu haben meine, was zu dem Gegenstand zu bemerken ist. Wer die Erörterungen der letzten Jahre verfolgt hat, wird verstehen, warum es notwendig wurde, diese Dinge immer wieder zu betonen.

wurde. Um sie durchzuführen, werden neue Mittel benötigt. Die von den Banken ausgegebene zusätzliche Menge von Umlaufsmitteln ist aber bereits erschöpft. Weiteren Ansprüchen können die Banken daher nicht mehr Genüge leisten; sie müssen daher mit dem Leihsatz wieder in die Höhe gehen, einmal, weil das Auftreten der positiven Preisprämie sie gezwungen hat, für fremde Gelder, die sie hereinnehmen, höhere Zinsen zu zahlen, dann aber auch, um zwischen den Kreditanträgen eine Auswahl treffen zu können. Diesen erhöhten Zinssatz können nicht alle Unternehmungen tragen; die, die es nicht können, geraten in Schwierigkeiten.

Nun freilich gehen die Banken in der Erweiterung des Zirkulationskredits nicht so vor, daß sie eine fest begrenzte Dosis von Umlaufsmitteln neu in den Verkehr pumpen und dann innehalten, sondern sie erweitern eine Zeitlang immerfort die Umlaufsmittelzirkulation, schicken gewissermaßen der ersten Gabe eine zweite, dritte, vierte und so fort nach. Sie unterbieten nicht bloß einmal den Satz des natürlichen Kapitalzinses und passen sich dann nicht gleich dem Stande des natürlichen Kapitalzinses an, sondern sie setzen die Übung, unter dem Satz des natürlichen Zinssatzes auszuleihen, eine Zeitlang fort. Wohl mag sie der wachsende Umfang der an sie herantretenden Kreditansprüche veranlassen, den Nominalzinsfuß zu erhöhen, doch selbst wenn sie damit zu dem Satze zurückkehren, der vor dem Eingreifen ihrer Kreditexpansionsmaßnahmen auf dem Markte in Geltung war, bleiben sie noch immer hinter dem Satze zurück, der *jetzt* auf dem Markte in Geltung wäre, wenn sie nicht zu neuer Krediterweiterung schreiten würden, weil in diesem Satze nun auch eine positive Preisprämie enthalten wäre. Mit Hilfe dieses neuen Zusatzes von Umlaufsmitteln befriedigen nun die Banken das verstärkte Kreditbedürfnis der Geschäftsleute. Es kommt daher noch nicht zur Krise, die in Angriff genommenen Unternehmungen der Produktionsverlängerung werden fortgesetzt; bei dem Umstande, daß die Preise weiter steigen, erweist sich die Berechnung der Unternehmer als richtig, sie erzielen Gewinne, kurz: der Aufschwung geht fort.

Die Krise bricht erst aus, bis die Banken ihr Verhalten ändern und zumindest die weitere Neuausgabe von Umlaufsmitteln und das Unterbieten der Zinssätze einstellen oder gar zur Einschränkung des Zirkulationskredits schreiten. Wann und warum sie das einmal tun, wird noch zu untersuchen sein. Zunächst aber müssen wir uns die Frage vorlegen, ob es nicht denkbar wäre, daß die Banken auf dem einmal eingeschlagenen Weg bleiben, immerfort neue Umlaufsmittelmengen in den Verkehr strömen lassen und immer weiter fortfahren, unter dem

Satze, der sich ohne ihr Eingreifen mit neu geschaffenen Umlaufsmitteln auf dem Markte bilden würde, auszuleihen. Könnten die Banken so vorgehen, so könnten sie für dauernd schönes Wetter sorgen, bei dem die Geschäfte immerfort besser gehen, sie könnten den Aufschwung verewigen.

Daß sie es doch nicht können, liegt daran, daß ad infinitum fortgesetzter Inflationismus nicht durchführbar ist. Wenn die Umlaufsmittelausgabe immer von neuem vergrößert wird, steigen die Preise immer weiter und damit auch die positive Preisprämie. (Wir wollen davon absehen, daß auch die Rücksichtnahme auf die verhältnismäßig immer mehr abnehmende Deckung der Umlaufsmittel durch Geld und die Rücksichtnahme auf die Kosten ihres Betriebes die Banken irgendeinmal zur Einstellung der weiteren Ausdehnung des Zirkulationskredits nötigen müßte.) Die lawinenartig fortgesetzte Erweiterung der Umlaufsmittelmenge führt, gerade wenn und weil ihr Ende nicht abzusehen ist, zu immer stärkeren Preissteigerungen und schließlich zu einer Panik, in der die Preise und der Leihsatz sprunghaft in die Höhe gehen. Wollten die Banken dann noch immer das Rennen nicht aufgeben, wollten sie noch immer fortfahren, die ins Ungemessene anschwellenden Kreditwünsche durch Zirkulationskredit zu befriedigen, um den Leihsatz zu drücken, dann würden sie das Ende, den Zusammenbruch des gesamten Umlaufsmittelsystems, nur beschleunigen. Die Inflation kann nur solange fortgehen, als die Meinung besteht, daß sie doch einmal aufhören werde. Hat aber die Bevölkerung die Überzeugung gewonnen, daß die Inflation nicht mehr zum Stillstand kommen wird, dann wendet sie sich von dem Gebrauche dieses Geldes ab, flüchtet zu den „Sachwerten", zum ausländischen Geld, zum Edelmetall und zum Tauschhandel.

Es ist also nicht zu vermeiden, daß früher oder später durch eine Wendung in dem Verhalten der Banken die Krise zum Ausbruch kommen muß. Je später nun die Krise ausbricht, je länger die Periode war, in der durch die Ausgabe zusätzlicher Umlaufsmittel die Kalkulation der Unternehmer irregeleitet war, und je größer diese zusätzliche Menge gewesen war, desto mehr Produktionsmittel wurden in der Zwischenzeit in Verwendungen festgerannt, die nur unter der Herrschaft des künstlich ermäßigten Zinsfußes als rentabel schienen und sich nun, da der Zinsfuß wieder gestiegen ist, als unrentabel erweisen. Durch verfehlte Kapitalanlage sind große Verluste entstanden. Manche der neuen Anlagen bleiben im Bau stecken, andere, die schon vollendet wurden, stellen den Betrieb ein, wieder andere werden, da wenigstens der Betrieb der schon stehenden Anlage rentiert, nach Durchführung von

Abschreibungen, die die eingetretenen Kapitalsverluste ausdrücken, weitergeführt.

Auf die Krise mit ihren auffälligen Erscheinungen folgt die Stagnation. Die verfehlten Unternehmungen und Geschäfte der Aufschwungszeit sind schon liquidiert; Bankrotte und Umstellung haben die Lage bereinigt. Die Banken sind zurückhaltend geworden, sie hüten sich davor, den Zirkulationskredit zu erweitern, und sind nicht geneigt, dem Kreditbegehren der Faiseure und Projektenmacher Gehör zu schenken. Dem Geschäft fehlt nicht nur der künstliche Ansporn durch Erweiterung des Zirkulationskredits; selbst Geschäfte, die im Hinblicke auf den Stand der Kapitalgüterversorgung durchführbar wären, unterbleiben, weil die allgemeine Entmutigung jede Neuerung verdächtig erscheinen läßt. Der Geldzins sinkt unter das Niveau des natürlichen Kapitalzinses. Als die Krise ausbrach, schnellte der Leihsatz in die Höhe, weil die gefährdeten Unternehmungen die höchste Verzinsung für die Überlassung der Mittel boten, mit deren Hilfe sie sich zu retten hofften. Nachher, da die Panik geschwunden war, machte sich der Umstand, daß infolge der Einschränkung des Zirkulationskredits und des Bestrebens, die großen Warenlager abzustoßen, die Preise ständig fallen, in dem Auftreten einer negativen Preisprämie geltend. Dieser niedrigere Stand des Leihzinses wird noch eine Zeitlang beibehalten, nachdem der Preisrückgang schon zum Stillstand gekommen ist, so daß eine negative Preisprämie nicht mehr den Verhältnissen entspricht. So kommt es, daß der Geldzins tiefer steht als der natürliche Kapitalzins; der Anreiz zu stärkerer Betätigung im Geschäfte, der sonst in diesem Umstande gelegen wäre, wird aber zunächst nicht wirksam, weil die schlechten Erfahrungen der eben abgelaufenen Krise alle ängstlich gemacht haben. Es vergeht eine geraume Zeit, bis die mittlerweile durch Spartätigkeit wieder gemehrten Kapitalien einen so starken Druck auf den Darlehenszins ausüben, daß es wieder zur Erweiterung der Unternehmungstätigkeit kommt. Damit ist dann der Tiefpunkt überwunden, der neue Aufschwung setzt ein.

3. Die Wiederkehr der Zyklen.

Dem Wesen nach ist der Ablauf der Dinge von dem Augenblick, da die Banken damit anfangen, den Umfang des Zirkulationskredits zu erweitern, bis zu dem Augenblick, da sie ihr Verhalten ändern, der gleiche, den eine jede Vermehrung der Geldmenge auslöst. Der Unterschied, der daher kommt, daß die Umlaufsmittel in aller Regel bankmäßig, d. h. als Darlehen, in den Verkehr kommen, die Geldvermehrung dagegen als Einkommens- und Vermögensvergrößerung bestimmter

Wirtschafter, wurde schon erwähnt und kommt an dieser Stelle hier nicht weiter in Betracht. Ein anderer Unterschied zwischen den beiden Erscheinungen ist für uns ungleich bedeutsamer.

Vermehrung und Verminderung der Geldmenge stehen in keinem Zusammenhang mit der Vermehrung und Verminderung des Geldbedarfs. Wenn etwa infolge des Wachstums der Bevölkerung und fortschreitender Verdrängung der Selbstversorgung und des Naturaltausches durch den Geldverkehr der Geldbedarf steigt, dann muß darum noch keineswegs die Geldmenge steigen; es kann sein, daß sie gerade da zurückgeht. Jedenfalls wird es sich nur außerordentlich selten ereignen, daß die Veränderungen des Geldbedarfs durch entsprechende Veränderungen der Geldmenge aufgehoben werden, so daß es zu keiner Änderung der Kaufkraft kommen muß, damit beide sich decken. In der Volkswirtschaft gehen mithin immerfort Geldwertveränderungen vor sich. Perioden sinkender Kaufkraft wechseln mit solchen steigender Kaufkraft ab. In der Regel gehen bei metallischer Währung diese Veränderungen so mäßig und langsam vor sich, daß ihre Wirkung nicht allzu heftig ist. Immerhin aber müssen wir feststellen, daß auch bei einer Edelmetallwährung, die außer dem metallischen Kurant nur Scheidemünzen für die kleineren Umsätze, mithin keine anderen Umlaufsmittel (weder Noten noch Kassenführungsguthaben, wenn sie nicht voll gedeckt sind) und selbstverständlich auch kein Papiergeld kennt, Perioden des Aufschwungs und solche des Niedergangs unregelmäßig abwechseln würden. Man könnte auch da von einem Auf und Ab, von einer Wellenbewegung sprechen, doch man wäre wohl kaum darauf verfallen, von in kurzen Abständen einander ablösenden Aufschwungs- und Niedergangsperioden, von regelmäßigen wiederkehrenden Zyklen zu sprechen. Die Perioden gleichgerichteter Bewegung der Kaufkraft, sei es des Auf oder des Nieder, hätten wahrscheinlich eine solche Länge, daß die Geschäftsleute die Tatsache der Abwechslung kaum beachtet und daß erst die Wirtschaftshistoriker auf sie aufmerksam geworden wären. Auch der Umstand, daß der Übergang von einer Periode steigender zu einer solchen sinkender Preise sich allmählich vollziehen würde, so daß Panik und Krise ausbleiben würden, hätte dazu beigetragen, daß die Kaufleute und die Berichterstattung über die Marktvorgänge durch die Zeitungen sich mit diesen „langen Wellen“ der Konjunktur weniger beschäftigt hätten[1]).

[1]) Um Mißverständnisse zu vermeiden, sei festgestellt, daß der Ausdruck „lange Wellen der Konjunktur“ hier weder in dem Sinne zu verstehen ist, in dem ihn Röpke, noch in dem Sinne, in dem ihn Kondratieff verwendet. Röpke (Die Konjunktur, Jena 1922, S. 21) bezeichnet als langwellige Konjunkturen die, deren Schwingungs-

Anders steht es schon mit den Wirkungen der durch Vermehrung von Papiergeld hervorgerufenen Inflationen. Auch sie schaffen Preissteigerungen und damit „gute Konjunktur“, die durch die scheinbare Förderung der Ausfuhr und Hemmung der Einfuhr noch verstärkt wird. Kommt dann die Inflation, sei es durch noch rechtzeitiges Einhalten in der weiteren Vermehrung der Geldmenge wie z. B. jüngst in Frankreich und in Italien, oder durch vollkommene Entwertung des Papiergeldes durch bis auf die Spitze getriebene Inflationspolitik wie 1923 im Deutschen Reiche, zum Ende, dann stellt sich die „Sanierungskrise“ ein. Deren Wurzel und Erscheinung entspricht ganz dem der Krise, die eine Periode der Erweiterung des Zirkulationskredits abschließt. Man hat sie streng von den Wirkungen zu scheiden, die eine etwa auf den Abschluß der Inflationspolitik folgende Deflationspolitik nach sich ziehen muß.

Papiergeldinflationen zeigen keine Regelmäßigkeit der Wiederkehr. Sie entspringen im allgemeinen einer bestimmten Lage der Politik und nicht irgendwelchen Vorgängen innerhalb der Wirtschaft. Nur soviel kann man mit Bestimmtheit sagen, daß ein Staat, der die Inflationspolitik bis zum Ende oder doch sehr weit getrieben hat, nicht sobald wieder die Möglichkeit hat, sich dieses Mittels mit Erfolg zur Behebung seiner finanziellen Schwierigkeiten zu bedienen. Die durch die Erfahrung mißtrauisch gewordene Bevölkerung würde der Erneuerung des Inflationsversuches Widerstand entgegenstellen, man würde die Noten zurückweisen oder doch gleich von allem Anfang nur mit jenem, der schon eingetretenen Vermehrung ihrer Menge weit vorauseilenden Disagio nehmen, das die letzten Phasen der Inflationszeit kennzeichnet. So müßte der Versuch entweder ganz mißglücken oder sehr schnell zum katastrophalen Ende führen. Man kann annehmen — und die Währungsgeschichte bestätigt es, widerlegt es zumindest nicht —, daß ein neues Geschlecht heranwachsen muß, ehe man wieder daran denken kann, durch die Notenpresse den Staatsfinanzen aufzuhelfen. Manche Staaten haben niemals Papierinflationismus betrieben, manche haben nur einmal in ihrer bisherigen Geschichte dazu gegriffen. Doch selbst die klassischen Staaten des Notendrucks haben das Experiment nicht allzu oft wiederholt. Österreich hat nach der Bankozettelwirtschaft

---

dauer im allgemeinen 5—10 Jahre beträgt. Kondratieff („Die langen Wellen der Konjunktur“ im Archiv für Sozialwissenschaft, 56. Bd., S. 573ff.) sucht, m. E. ohne Erfolg, zu beweisen, daß es außer den 7—11jährigen Zyklen der Konjunktur, die er die mittleren nennt, auch noch Wellen von einer Durchschnittslänge von 50 Jahren gibt, die einen gesetzmäßig zyklischen Charakter haben.

der napoleonischen Zeit fast ein Menschenalter gewartet, bis es wieder anfing — in bescheidenerem Umfang als zu Beginn des 19. Jahrhunderts — Inflationspolitik zu treiben, und zwischen dem Ende seiner zweiten und dem Beginn seiner dritten und letzten Inflationsperiode lag wieder fast ein halbes Jahrhundert. Nirgends kann man von einer zyklischen Wiederkehr von Papiergeldinflationen sprechen.

Nur für die von den Verhältnissen des Zirkulationskredits ausgehenden Erscheinungen konnte man Regelmäßigkeit der Wiederkehr feststellen. Seit die Umlaufsmittelbanken angefangen haben, im Wirtschaftsleben der Völker eine größere Rolle zu spielen, haben sich alle paar Jahre die Krisen wiederholt; auf die Krise folgte die Stagnation, auf diese wieder der Aufschwung. In wundervoll plastischer Weise hat das schon vor mehr als neunzig Jahren Lord Overstone beschrieben: We find the state of trade subject to various conditions which are periodically returning; it revolves apparently in an established cycle. First we find it in a state of quiescence, — next improvement, — growing confidence, — prosperity, — excitement, — overtrading, — convulsions, — pressure, — stagnation, — distress, — ending again in quiescence[1]). Man muß sich diese in ihrer Knappheit und Anschaulichkeit unübertreffliche Charakteristik vor Augen halten, um zu erkennen, wie fehl man geht, wenn man die Überführung des Krisenproblems in das Konjunkturproblem späteren Nationalökonomen zuschreibt.

Man hat die Feststellung, daß die Konjunkturzyklen aufeinanderfolgen, in wenig glücklicher Weise dadurch zu ergänzen gesucht, daß man dem Ablauf eine bestimmte Länge zuschreiben wollte. Dazu haben begreiflicherweise jene Theorien geneigt, die die Verursachung des Konjunkturwechsels in der Wiederkehr bestimmter kosmischer Vorgänge gesucht haben. Die Beobachtung der Wirtschaftsgeschichte kann uns derartige Annahmen nicht bestätigen. Sie zeigt Wiederkehr der Konjunkturwellen, aber nicht Wiederkehr von Wellen gleicher Länge.

Diese Wiederkehr ist das Problem, das wir noch zu lösen haben. Die Zirkulationskredittheorie zeigt uns den typischen Ablauf eines Zyklus in rohen Umrissen, aber sie zeigt, soweit wir sie bisher geprüft haben, noch nicht, warum das gleiche immer wiederkehrt.

Für die Zirkulationskredittheorie steht es fest, daß der unmittelbare

---

[1]) Vgl. Lord Overstone, Reflections suggested by a perusal of Mr. J. Horsley Palmer's Pamphlet on the causes and consequences of the pressure on the money market, 1837 (wiederabgedruckt in: Tracts and other publications on metallic and paper currency, London 1858), S. 31.

Anstoß zur Auslösung der Wellenbewegung im Verhalten der Banken zu suchen ist. Indem sie anfangen, den Geldzins durch Erweiterung des Zirkulationskredits unter den Satz des natürlichen Kapitalzinses herabzudrücken, lenken sie den Gang der Dinge von dem Wege der gleichmäßigen Entwicklung ab und schaffen Verhältnisse, die zwangsläufig zum Aufschwung und zur Krise führen. Das Problem liegt mithin in der Frage, was die Banken immer wieder zur Erneuerung des Versuchs veranlaßt, den Umfang der Zirkulationskreditgewährung zu erweitern. Manche Schriftsteller meinen, daß den Banken der Anstoß zu ihrem Verhalten von außen her kommt, daß irgendwelche Ereignisse sie dazu veranlassen, mehr Umlaufsmittel in den Verkehr zu pumpen, und daß sie, wenn diese Ereignisse ausbleiben würden, anders vorgehen würden. Auch ich habe in der ersten Auflage meiner „Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel" dieser Annahme zugeneigt[1]). Ich vermochte es mir nicht zu erklären, warum die Banken aus der Erfahrung nicht lernen sollten, und dachte, daß, wenn nicht äußere Umstände sie zur Aufgabe ihrer Politik der Vorsicht und Zurückhaltung veranlassen würden, sie gewiß bei ihr verbleiben würden. Erst später habe ich die Überzeugung gewonnen, daß es vergebens wäre, nach einem äußeren Anstoß für den Wechsel in dem Verhalten der Banken zu suchen und daß die Schwankungen der allgemeinen Konjunktur ganz aus den Verhältnissen der Umlaufsmittelzirkulation abzuleiten sind.

Jede Neuausgabe von Umlaufsmitteln übt jene Wirkungen, die wir beschrieben haben: sie drückt zunächst den Leihsatz herab und ermäßigt dann die Kaufkraft der Geldeinheit; jede folgende Neuausgabe bringt dasselbe Ergebnis. Die Errichtung neuer Umlaufsmittelbanken und die von ihnen schrittweise ins Werk gesetzte Erweiterung des Zirkulationskredits löst mithin schon den Mechanismus der aufsteigenden Konjunktur aus und führt damit zur Krise und zu dem anschließenden Niedergang. Wir verstehen ohne weiteres, daß die Umlaufsmittelbanken zur Erhöhung der Rentabilität ihres Betriebes bereit wären, den Umfang der Kreditgewährung und die Höhe ihrer Emissionen zu erweitern. Was einer besonderen Erklärung bedarf, ist, warum die Bestrebungen, das Wirtschaftsleben durch Erweiterung des Zirkulationskredits zu heben, ungeachtet des offenkundigen Mißerfolges, den sie erlitten haben, von ihnen immer wieder aufgenommen werden?

---

[1]) Vgl. a. a. O., 1. Aufl., S. 433f. Es hatte auf mich einen tiefen Eindruck gemacht, daß auch Lord Overstone dieser Auffassung zuzuneigen scheint. Vgl. Reflections a. a. O., S. 32f.

Die Antwort hat zu lauten: Weil die herrschende Ideologie des Geschäftsmannes und des Wirtschaftspolitikers in der Ermäßigung des Zinsfußes ein wichtiges Ziel der Wirtschaftspolitik erblickt und weil sie die Erweiterung des Zirkulationskredits als das geeignetste Mittel zur Erreichung dieses Zieles erachtet. Der naive Inflationismus des 17. und des 18. Jahrhunderts hat auf die Dauer der Kritik der Nationalökonomie nicht standhalten können; er wurde im 19. Jahrhundert nur von wenig beachteten Schriftstellern, die keine Beziehung mit der Wissenschaft und der wirtschaftspolitischen Praxis verband, vertreten, und nur die aus rein politischen Gründen vollzogene Ächtung jeglicher Beschäftigung mit den Problemen der nationalökonomischen Theorie durch den „empirisch-historischen Realismus" brachte es zuwege, daß er, vor allem auch in Deutschland, im Zeitalter des Weltkrieges vorübergehend wieder zu großem Ansehen gelangte. Der Umlaufsmittel-Inflationismus hat sich zäher behauptet. Adam Smith hat ihn schon schwer erschüttert; manche andere hatten es schon vor ihm getan, vor allem der Amerikaner William Douglass; viele sind ihm nachgefolgt, ganz besonders die Currency-School. Doch dann kam ein Rückschlag. Die Banking-School verwirrte alle Begriffe, und waren auch ihre Begründer sehr weit von dem Irrtum entfernt, man könnte den Zinsfuß durch Erweiterung des Zirkulationskredits drücken (sie bestritten ja die Möglichkeit einer solchen Erweiterung über den „Bedarf" hinaus), so gab es doch in ihren Lehren Ansätze, die man nur fortentwickeln mußte, um auf den Standpunkt zu gelangen, daß der Zinsfuß durch das Verhalten der Banken ermäßigt werden könnte. Zumindest waren die Bearbeiter dieser Probleme in ihrer Auffassung zu schwankend geworden, als daß sie der öffentlichen Meinung, die stürmisch von den Banken „billiges Geld" verlangte, entschieden hätten entgegentreten können. Die volkswirtschaftliche Presse übernahm den bedenklichen Sprachgebrauch der Geschäftswelt, bei der Erörterung der Zinsfußgestaltung von Geldknappheit und von Geldfülle zu sprechen und den Darlehensmarkt für kurzfristige Anlage Geldmarkt zu nennen. Der Zurückhaltung der Umlaufsmittelbanken, die, durch die Erfahrung zur Vorsicht gemahnt, zögerten, dem allgemeinen Wunsche der Regierungen und der Parlamente, der politischen Parteien und der Presse, der Unternehmer, der Grundbesitzer und der Arbeiter nach billigerem Kredit entgegenzukommen, wurden unlautere Motive unterschoben. Selbst Blätter, die es besser wußten, und Politiker, deren Pflicht gewesen wäre, es besser zu wissen, wurden nicht müde zu behaupten, die Notenbanken würden gewiß mehr und billiger eskomptieren, wenn sie nicht aus Rücksicht auf die Rentabilität ihres Betriebes und auf

die Interessen der sie beherrschenden Kapitalisten den Zinsfuß möglichst hoch zu halten streben würden.

Die Errichtung der großen Notenbanken war auf dem europäischen Festlande fast durchaus im Hinblick auf die Erwartungen vorgenommen worden, es könnte durch die Umlaufsmittelausgabe eine Verbilligung des Leihsatzes eintreten. Unter dem Eindrucke der Lehren der Currency-Schule wurden zuerst in England und dann in allen übrigen Ländern, in denen nicht schon ältere Gesetze die Notenausgabe beschränkten, Verfügungen getroffen, um die Erweiterung des Zirkulationskredits, zumindest des durch Ausgabe von ungedeckten Banknoten gewährten, zu begrenzen. Doch die Currency-Lehre verlor durch die Kritik Tookes und seiner Anhänger bald an Ansehen. Wohl wagte man nicht jene Gesetze umzustoßen und die Notenausgabe freizugeben, doch man sah nichts Bedenkliches darin, sie zu umgehen. Unter den Gründen, die zur Ausbreitung der Goldkernwährung geführt haben, spielte auch der eine beträchtliche Rolle, daß eine Konzentration des nationalen Edelmetall-Bestandes in den Kellern der Notenbank bei Beachtung des Wortlautes der Bankgesetze eine Vermehrung der Umlaufsmittelausgabe zuließ. Man scheute sich vor dem Kriege in Deutschland nicht, öffentlich zugunsten der Zurückziehung des Goldes aus dem Verkehr geltend zu machen, daß die Reichsbank für jedes ihrem Goldschatze zuwachsende Zwanzigmarkstück sechzig Mark in Noten auszugeben berechtigt war. Man machte für die Ausbreitung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs mit der Begründung Propaganda, daß man dadurch eine wesentliche Verbilligung des Zinssatzes erzielen könnte[1]). Ähnlich, wenn auch vielleicht mit mehr Vorsicht in der Ausdrucksweise, war es im Ausland.

Jede einzelne Konjunkturwelle — der Aufstieg zum Gipfel des Wellenbergs und der darauf folgende Abstieg ins Tal — wird durch die Bemühung der Umlaufsmittelbanken, den Umfang des Zirkulationskredits durch Vermehrung der Umlaufsmittelmenge (nicht durch Geld gedeckte Banknoten und nicht durch Geld gedeckte Kassenführungsguthaben) zu erweitern und dadurch den Leihsatz zu drücken, ausgelöst. Daß diese Bemühungen immer wieder ungeachtet ihrer allgemein beklagten Folgen aufgenommen werden, so daß sich Konjunkturwelle an Konjunkturwelle reiht, ist auf das Vorherrschen einer Ideologie zurückzuführen, die in aufsteigenden Warenpreisen und ganz besonders in niedrigem Stand des Zinsfußes ein Ziel der Wirtschaftspolitik erblickt

[1]) Vgl. die Belege hierfür in meiner Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel, a. a. O., S. 397ff.

und der Meinung ist, auch dieses zweite Ziel durch Erweiterung der Umlaufsmittelausgabe erreichen zu können. Man beklagt die Krise und man beklagt die Depression, doch weil man den Kausalzusammenhang zwischen dem Vorgehen der Umlaufsmittelbanken und den beklagten Übeln unrichtig beurteilt, fördert man eine Zinspolitik, die notwendigerweise letzten Endes wieder zu Krise und Depression führen muß.

Jede Abweichung von den auf dem unbehinderten Markte gebildeten Preisen, Löhnen und Zinssätzen muß zu Störungen des volkswirtschaftlichen Gleichgewichts führen. Die durch die Bemühungen, den Zinsfuß künstlich zu drücken, hervorgerufene Störung ist eben die Krise.

Die letzte Wurzel der Erscheinung, daß Konjunkturwelle auf Konjunkturwelle folgt, ist mithin ideologischer Natur. Solange man glaubt, den Zinssatz durch Bankpolitik und nicht durch Kapitalbildung senken zu können, werden sie nicht verschwinden.

Auch wenn die Regierungen sich niemals um die Umlaufsmittelausgabe bekümmert hätten, würde es Umlaufsmittelbanken und Umlaufsmittel, sowohl in der Gestalt von Noten als auch in der von Kassenführungsguthaben, geben. Keine Beschränkung wäre der Umlaufsmittelausgabe durch die Gesetze auferlegt, es würde Bankfreiheit herrschen, aber die Banken müßten gerade im Hinblick auf die Empfindlichkeit des Rufes der Umlaufsmittel, zu deren Annahme niemand gezwungen werden kann, besonders vorsichtig sein. Die Bevölkerung der kapitalistischen Länder hätte es im Laufe der Zeit erlernt, zwischen guten und schlechten Banken zu unterscheiden, und die der zurückgebliebenen Länder würde allen Banken mißtrauen. Keine Regierung würde auf die Banken einen Druck ausüben, mit leichterer Hand zu eskomptieren, als sie es selbst verantworten können. Die Leiter der soliden und angesehenen Banken aber, deren Umlaufsmittel allein jenes allgemeine Vertrauen genießen würden, das die Voraussetzung der Geldsurrogatqualität des Umlaufsmittels ist, hätten aus den Erfahrungen der Vergangenheit gelernt. Wenn sie auch schwerlich die tieferen Zusammenhänge erkannt hätten, hätten sie doch gewußt, wie weit sie gehen dürfen, ohne die Gefahr des Zusammenbruches heraufzubeschwören. Die vorsichtig zurückhaltende Politik der angesehenen und wohlfundierten Banken hätten die leichtfertigeren Leiter anderer Banken mitmachen müssen, wie sehr sie auch gewünscht hätten, freigebiger zu eskomptieren. Denn die Erweiterung des Zirkulationskredits kann niemals das Werk einer einzelnen Bank oder selbst einer Gruppe von einzelnen Banken sein. Ihre Voraussetzung ist immer, daß die Umlaufsmittel allgemein als

Geldsurrogate genommen werden. Bestehen nun mehrere Umlaufsmittelbanken gleichberechtigt nebeneinander und sucht ein Teil von ihnen den Umfang des Zirkulationskredits zu erweitern, während die übrigen ihr Verhalten nicht ändern, dann werden sich bei allen Abrechnungen zwischen den Banken ständig Forderungsüberschüsse zugunsten der konservativen Unternehmungen ergeben, die dann durch Präsentation der Noten zur Einlösung und durch Zurückziehen der Kassenführungsguthaben die expansiv vorgehenden Banken sehr schnell wieder zur Einschränkung des Umfanges ihrer Emissionen nötigen würden.

In den Anfängen der Ausbildung des Umlaufsmittel-Bankwesens hätten sich Krisen nicht vermeiden lassen. Sobald aber einmal die Bankiers die Gefahren der Ausdehnung des Zirkulationskredits erkannt hätten, hätten sie im eigenen Interesse alles darangesetzt, um die Krise zu vermeiden, und den einzigen Weg eingeschlagen, der zu diesem Ziele führt: größte Zurückhaltung in der Ausgabe von Umlaufsmitteln. Daß die Entwicklung der Umlaufsmittelbanken eine andere Richtung einschlug, ist allein dem Umstande zuzuschreiben, daß die Ausgabe von Banknoten, die lange Zeit das einzige Umlaufsmittel waren und noch heute, selbst in den Vereinigten Staaten und in England, das wichtigste Umlaufsmittel sind, zu einer öffentlichen Angelegenheit wurde. Der Bankier und die private Aktienbank wurden durch die privilegierte Notenbank verdrängt, weil die Regierungen aus fiskalischen und aus kreditpolitischen Erwägungen die Erweiterung des Zirkulationskredites begünstigten. Die bevorrechteten Institute konnten nicht nur darum bedenkenlos in der Kreditgewährung vorgehen, weil sie in der Regel das Monopol der Notenausgabe hatten, sondern auch, weil sie darauf rechnen durften, daß die Regierung ihnen im Notfalle zuhilfe kommen werde. Der Bankier wurde bankrott, wenn er sich zu weit vorgewagt hatte; die bevorrechtete Bank erhielt die Erlaubnis, ihre Zahlungen einzustellen, und ihren Noten wurde zum Nennwerte Zwangskurs verliehen.

Hätte man aus den Erkenntnissen, die wir der Currency-Theorie verdanken, den Schluß gezogen, daß man den Umlaufsmitteln alle Privilegien entziehen und sie als Forderungen in allen Beziehungen ausnahmslos dem gemeinen Recht unterstellen müsse, dann hätte man vermutlich mehr zur Beseitigung der Krisengefahr beigetragen, als durch die starre Kontingentierung der Ausgabe von Umlaufsmitteln in Notenform und Beschränkung der Bankfreiheit auf die Ausgabe von Umlaufsmitteln in Gestalt von Kassenführungsguthaben geschah. Der Grundsatz der Bankfreiheit blieb aber auf das Gebiet des Kassenführungsguthabens be-

schränkt. Und hier konnte er nicht dahin wirken, daß er die Banken und Bankiers zur Zurückhaltung veranlaßt hätte, weil die öffentliche Meinung das „zu Hilfe kommen“ als leitenden Gesichtspunkt für die Staatspolitik und für das Verhalten der Zentralnotenbanken in Krisenzeiten erzwungen hat. Man hat 1847, 1857 und 1866 die Peelsche Akte suspendiert, um die Bank von England in die Lage zu versetzen, den Banken auszuhelfen, die durch die Erweiterung des Zirkulationskredits in die Klemme geraten waren; man hat solche Hilfe — in dieser oder in einer anderen Form — überall und immer wieder gewährt. In den Vereinigten Staaten hatten die Gesetze über die Nationalbanken die Gewährung dieser Aushilfen technisch erschwert, wenn auch durchaus nicht unmöglich gemacht. Gerade wegen der Erschwernisse, die die Gesetze der Unterstützung der notleidend gewordenen Kreditgeber und der Stützung des Wertes der von ihnen gewährten Zirkulationskredite in den Weg stellten, empfand man das System als besonders unbefriedigend, und unter den Gründen, die zur großen Reform des amerikanischen Banksystems führten, stand in erster Reihe der Gesichtspunkt, daß man für Krisenzeiten vorsorgen müsse, d. h. daß man den Zusammenbruch der Banken und Bankiers, deren Verhalten zur Krise geführt hatte, durch technisch vollkommenere Mittel verhindern müsse, als es die Notgemeinschaft der Clearinghouse-Zertifikate ausgehenden Banken sein konnte. Man erachtet es allgemein für ganz besonders wichtig, die Folgen der Erweiterung des Zirkulationskredits von jenen abzuwehren, von denen sie ausgegangen ist; hier einzuspringen gilt als eine der vornehmsten Aufgaben der Zentralnotenbanken und jener übrigen Banken, denen es dank ihrer Vorsicht gelungen ist, ihre Festigkeit auch in der allgemeinen Krise zu bewahren.

Es mag wohl fraglich sein, ob der Schaden, den die Irreleitung der Unternehmungstätigkeit durch die künstliche Herabsetzung des Leihsatzes angestiftet hat, größer werden könnte, wenn man der Krise freien Lauf ließe. Gewiß könnte der Panik auch manche Existenz zum Opfer fallen, die man durch das Eingreifen rettet, und am Untergange solcher Unternehmungen würden sich andere Unternehmungen bereichern. Doch der Gesamtverlust, der durch den „Aufschwung“ herbeigeführt wurde und den die Krise nicht erzeugt, sondern nur sichtbar werden läßt, liegt vornehmlich darin, daß Produktionsmittel in Verwendungen festgerannt wurden, die nach der Lage der ökonomischen Daten nicht die dringendsten waren, und daß sie nun in dringenderen fehlen; er wird weder dem Umfange nach geringer noch auch nur weniger fühlbar, wenn man durch Intervention verhindert, daß Güterbesitz aus der Hand

unvorsichtiger Unternehmer in die Hand von Unternehmern übergeht, die, weil sie mehr Voraussicht bewiesen haben, ihn nun übernehmen würden. Jedenfalls aber hat die Übung, zugunsten der durch die Krise notleidend gewordenen Banken und ihrer Kunden zu intervenieren, den Erfolg, daß sie die Kraft ausschaltet, die aus der Wirtschaft heraus gegen die Wiederkehr der Überspannung eines neuen Aufschwungs und der sie notwendig abschließenden Krise wirken kann. Wenn die Banken aus der Krise unversehrt oder nur wenig beschädigt hervorkommen, was soll sie dann abhalten, wieder den Versuch zu beginnen, den Zirkulationskredit zu erweitern und den Leihsatz künstlich zu drücken? Würde man die Krise rücksichtslos ihr Werk der Vernichtung der zahlungsunfähig gewordenen Unternehmungen vollbringen lassen, dann würden in Hinkunft alle Unternehmer mehr Zurückhaltung walten lassen; nicht nur die Banken in der Kreditgewährung, sondern auch die übrigen Geschäftsleute in der Inanspruchnahme von Kredit. Statt dessen billigt die öffentliche Meinung die Hilfe in der Krise, und ermuntert, kaum daß das Ärgste überwunden ist, die Banken zu neuer Expansion des Zirkulationskredits.

Dem Denken des Kaufmanns erscheint es als die natürlichste und selbstverständlichste Sache, daß die Banken sein Kreditbedürfnis durch Schaffung von Umlaufsmitteln befriedigen. Die Banken, meint er, hätten die Aufgabe und die Pflicht, der Industrie und dem Handel „beizustehen". Es ist nicht zu bestreiten, daß die Erweiterung des Zirkulationskredits innerhalb der engen Grenzen des durch sie bewirkten „erzwungenen Sparens" die Kapitalbildung fördert und soweit die Erweiterung der Produktionstätigkeit ermöglicht. Doch es kann ebensowenig bestritten werden, daß jeder Schritt, der darüber hinausführt, in der oben beschriebenen Weise der Unternehmungstätigkeit eine angesichts der Lage der Dinge verfehlte Richtung gibt und daß das Mißverhältnis zwischen dem, was die Unternehmer tun, und dem, was ihnen der nicht beirrte Markt vorschreiben würde, in der Krise zum Vorschein kommt. Allein dem Umstand, daß die Ideologie, die alle entscheidenden Faktoren — die Volkswirte, die Staatsmänner und die Politiker, die Presse und die Geschäftswelt — beherrscht, die Erweiterung des Zirkulationskredits nicht nur billigt, sondern fordert, ist es zuzuschreiben, daß auf jede Krise und ihre Nachwehen wieder ein neuer „Aufschwung" folgt, der dann schließlich wieder in die Krise einmünden muß.

4. Die Krisenpolitik der Currency-Schule..

Wie alles, was bis in die jüngste Zeit zur Erhellung des Problems der Konjunkturschwankungen geleistet wurde, Verdienst der Currency-

Schule war, so verdanken wir auch ausschließlich dieser Schule alle Gesichtspunkte, die für die auf Ausschaltung der Konjunkturschwankungen gerichtete Politik maßgebend waren. Der verhängnisvolle Irrtum der Currency-Schule lag darin, daß sie die Gleichartigkeit der Banknoten und der Kassenführungsguthaben als Geldsurrogate und demgemäß als Geldzertifikate und als Umlaufsmittel verkannte. In ihren Augen war nur die Banknote Geldsurrogat, konnte daher nur die Einführung einer nicht durch Geld gedeckten Banknote die rein metallische Zirkulation zu einer gemischten machen. Sie dachte daher, alles, was zur Behebung der periodischen Wiederkehr von Krisen zu geschehen habe, könnte durch starre Kontingentierung der Menge nicht metallisch bedeckter Banknoten erreicht werden. Die Ausgabe von Umlaufsmitteln in Gestalt von nicht metallisch bedeckten Kassenführungsguthaben ließ sie frei[1]). Da der Gewährung von Zirkulationskredit durch Kassenführungsguthaben kein Hindernis im Wege stand, konnte die Politik der Überspannung des Zirkulationskredits selbst in England beibehalten werden. Was dem Kassenführungsguthaben bank- und verkehrstechnisch mangelte, wurde dadurch wettgemacht, daß sich die ständige Gepflogenheit herausbildete, in der Krise den Banken, die den Kredit überspannt hatten, und ihren Kunden durch irreguläre Notenausgabe zu Hilfe zu kommen. Das System der indirekten Kontingentierung des metallisch nicht bedeckten Notenumlaufes hat diese Gepflogenheit geradezu in ein System gebracht. Die Banken konnten den Umfang der Kredite ruhig erweitern, wenn sie auf die Unterstützung der Notenbank im Notfalle rechnen durften.

Hätte man die Erweiterung der Ausgabe von Umlaufsmitteln in jeder Gestalt verboten, also den Banken etwa die Verpflichtung auferlegt, den vollen Gegenwert nicht nur der ausgegebenen Noten, sondern auch der jederzeit fälligen Guthabungen ihrer Kunden, über die mit Scheck oder in ähnlicher Weise verfügt werden kann, als Reserve zu halten oder doch zumindest in ihrer Kreditgewährung über ein bestimmtes starres Kontingent von unbedeckten Noten und Kassenführungsguthaben nicht hinauszugehen, so hätte man, zumal in den Zeiten, in denen das Steigen des Geldbedarfes die Vermehrung des Geldvorrates überflügelte, starke Preisrückgänge hervorgerufen. Der Wirtschaft hätte nicht nur jener Antrieb gefehlt, den das „erzwungene Sparen" bringt, sie hätte zeitweilig unter den Folgen steigender Kaufkraft der

[1]) Auch jene Staaten, die in diesem Punkte formell anders vorgingen, haben praktisch der Entwicklung des Umlaufsmittels in Gestalt von Kassenführungsguthaben kein Hindernis in den Weg gelegt.

Geldeinheit gelitten. Das hätte die Fortschritte der Kapitalbildung verlangsamt, aber gewiß nicht unterbunden. Sicher aber ist, daß es dann weder zu Perioden stürmischen Aufschwungs noch zu dem dramatischen Umschlagen des Aufschwungs in die Krise und in den Abstieg gekommen wäre.

Es hat wenig Sinn, zu erörtern, ob diese Lösung der Probleme der Umlaufsmittelpolitik glücklicher gewesen wäre als die, die tatsächlich gewählt wurde. Denn die Alternative lautet nicht allein Beschränkung oder Freiheit der Umlaufsmittelausgabe, sondern sie lautet oder lautete zumindest auch Bankfreiheit oder Privilegierung der Umlaufsmittelausgabe. An diese Möglichkeit ist allerdings kaum gedacht worden. Als die Probleme der Bankpolitik in den Vordergrund der wirtschaftspolitischen Diskussion traten, hatte sich bereits der erste Schatten des Interventionismus über die kapitalistische Wirtschaftsordnung gesenkt. Wohl traten Schriftsteller auf, die die Bankfreiheit verteidigten. Aber ihre Stimme verhallte. Man wollte den Noteninhaber gegen die Bank schützen, doch man vergaß, daß die gefährlichen Zahlungseinstellungen der Notenbanken stets Institute betrafen, denen eine privilegierte Stellung durch die Gesetzgebung eingeräumt worden war. Man mag sich die Folgen des Zusammenbruches von Banken eines Systems absoluter Bankfreiheit noch so groß ausmalen, man wird zugeben müssen, daß sie in ihrem Ausmaße niemals auch nur im entferntesten herangereicht hätten an die Folgen, die die Kriegs- und Nachkriegspolitik der Notenbanken der drei europäischen Kaiserreiche nach sich gezogen haben.

In den letzten zwei Menschenaltern gab es wohl kaum einen denkenden Kopf, der nicht gewußt hätte, daß auf den Aufschwung die Krise folgt. Nichtsdestoweniger wäre es auch dem tatkräftigsten und tüchtigsten Bankleiter unmöglich gewesen, rechtzeitig der Erweiterung des Zirkulationskredites entgegenzuwirken. Die öffentliche Meinung stand dem im Wege. Man nahm die Tatsache, daß die Konjunktur in heftigen Ausschlägen schwankt, als eine Notwendigkeit der kapitalistischen Gesellschaftsordnung hin und dachte, in dem Ideenkreis der Bankingtheorie befangen, daß die Banken beim Aufschwung nur mitgehen, daß sie ihn aber keineswegs durch ihr Verhalten hervorrufen oder fördern. Wenn nach langer Stagnation die Banken der allgemeinen Forderung nach leichterer Kreditgewährung wieder Rechnung zu tragen begannen, war die öffentliche Meinung stets über die Anzeichen beginnenden Aufschwunges hoch erfreut, und es wäre angesichts der herrschenden Ideologie den Banken ganz undenkbar gewesen, den Prinzipien Lord Overstones getreu schon im Beginn zu bremsen. Wenn dann die Konjunktur immer

besser wurde, häuften sich wohl die Stimmen, die einen Umschwung prophezeiten. Aber auch diese Warner forderten gewöhnlich nicht strenge Unterbindung aller weiteren Ausdehnung des Zirkulationskredits, sondern nur Mäßigung und Einschränkung der neu zu gewährenden Kredite auf „nicht spekulative“ Geschäfte.

Wenn dann endlich die Banken ihre Politik änderten, wenn die Krise da war, dann wußte man immer Schuldige zu finden. Nur den wahren Schuldigen, die falsche theoretische Einstellung, wollte man nicht finden. Und so blieb es bei dem üblichen Verfahren, und Konjunkturwelle folgte auf Konjunkturwelle.

Die Notenbankleiter betrieben ihre Politik, ohne über ihre Grundlagen viel nachzudenken. Wenn das Anwachsen des Umfanges der Kredite sie zu ängstigen begann, gingen sie, nicht immer in geschickter Weise, mit Eskomptesatzerhöhungen vor und zogen sich in der Öffentlichkeit den Vorwurf zu, durch ihr Verhalten den Anstoß zur Krise gegeben zu haben. Es ist klar, daß früher oder später die Krise kommen mußte und daß sie immer unmittelbar und zunächst durch die Änderung des Verhaltens der Banken hervorgerufen werden mußte. Wenn schon von einem Verschulden der Banken gesprochen werden sollte, so hätte man von dem Verschulden an der Förderung des Aufschwunges sprechen müssen. Nicht das war an der Politik auszusetzen, daß die Zinsfußerhöhung kam, sondern nur das, daß sie zu spät kam.

5. Die moderne Konjunkturpolitik.

Die Konjunkturpolitik, die heute von den meisten Schriften über die Probleme des Konjunkturwechsels empfohlen wird und zu deren Durchführung in den Vereinigten Staaten bereits manche Schritte unternommen wurden, beruht ganz auf den Gedankengängen der Zirkulationskredittheorie, die sie auf Grund einer mit feinen statistischen Methoden unternommenen Beobachtung des Konjunkturverlaufes der Praxis dienstbar machen will.

Daß es nur eine Theorie des Konjunkturwechsels gibt, nämlich die Zirkulationskredittheorie, und daß alle anderen Versuche, dem Probleme beizukommen, der Kritik nicht standhalten konnten, bedarf keiner weiteren Erklärung mehr. Alle Krisen- und Konjunkturpolitik ist vom Boden dieser Lehre ausgegangen. Soweit in den letzten Jahrzehnten vor dem Kriege überhaupt Konjunktur- und Krisenpolitik betrieben wurde, arbeitete man mit ihren Ideen und ließ dabei die — damals im Schrifttum als allein richtig anerkannte — Banking-Lehre und alle das Problem als zum Komplex der Lehre vom direkten Tausch gehörig

betrachtenden Auffassungen beiseite. Man mochte im übrigen noch soviel von der Elastizität einer auf der Eskomptierung von Warenwechseln beruhenden Notenzirkulation sprechen, im Handeln der Konjunkturpolitik machenden Bankleiter kamen andere Auffassungen zur Geltung.

Soweit also kann man nicht davon sprechen, daß der theoretische Gehalt der Konjunkturpolitik von heute neu wäre. Die Zirkulationskredittheorie ist über die alte Currency-Theorie gewiß ein gutes Stück hinausgekommen. Die Untersuchungen, die Walras, Wicksell und ich dem Problem gewidmet haben, haben es allgemeiner gefaßt, es in den Kreis des wirtschaftlichen Gesamtprozesses gestellt und es vor allem als Problem der Zinsfußgestaltung und des Gleichgewichtes des Darlehensmarktes zu behandeln gesucht. Um das Maß des erreichten Fortschritts zu erkennen, vergleiche man etwa die berühmte Auseinandersetzung von Bastiat und Proudhon über die Unentgeltlichkeit des Kredits oder die im deutschen Schrifttum der Vorkriegszeit übliche Kritik der Quantitätstheorie mit den Ausführungen in modernen Arbeiten. Das aber darf, so hoch man seine Bedeutung für den Ausbau unserer Erkenntnis veranschlagen mag, uns nicht vergessen lassen, daß schon die Currency-Theorie all das geboten hat, das die Theorie hier der Politik zu geben vermag.

Man wird sicherlich auch nicht bestreiten können, daß ein großer Fortschritt dadurch erzielt wurde, daß man das Problem nicht mehr allein im Hinblick auf die Umlaufsmittel, sondern auch im Hinblick auf das ganze Problem der Kaufkraft des Geldes betrachtet. Die Currency-Schule kümmerte sich um die Preisbewegung nur insoweit, als sie durch Ausdehnung oder Einschränkung des Zirkulationskredits bewirkt war (wobei sie, wie bekannt, nur den durch Ausgabe von Noten gewährten Zirkulationskredit ins Auge faßte) und war weit entfernt davon, einer Stabilisierung der Kaufkraft der Geldeinheit zuzustreben. Wir sehen heute die beiden Probleme als Probleme der Theorie eng verbunden.

Es macht das Wesen der einen der beiden Richtungen der modernen Konjunkturpolitik aus, daß sie die beiden Probleme als e i n e s behandelt. Für diese Richtung ist das Ziel der Konjunkturpolitik nicht mehr und nicht weniger als Stabilisierung der Kaufkraft des Geldes. Was über sie zu sagen ist, hat im ersten Teil dieser Arbeit Platz gefunden.

Die andere Richtung will nicht Stabilisierung der Kaufkraft, sondern ganz wie die Currency-Schule nur Krisenverhütung. Sie setzt sich aber doch ein weiteres Ziel als das, das die Peelsche Akte und die Konjunkturpolitik der Vorkriegszeit erreichen wollten. Was sie vorschlägt, soll nicht nur einem durch Umlaufsmittelinflation, sondern auch einem durch

Geldinflation (z. B. Steigerung der Goldproduktion) ausgelösten Aufschwung entgegenarbeiten, wogegen wieder bei Restriktion, gleichviel ob sie als Geld- oder als Umlaufsmittelrestriktion ihren Anfang nahm, Depression vermieden werden soll. Sie will nicht die Preise stabil erhalten, aber sie will verhindern, daß der Zinsfuß des unbehinderten Marktes durch die Umlaufsmittelbanken oder durch Geldinflation vorübergehend gedrückt werde.

Wir wollen hier zwei Fälle genauer betrachten, um das Wesen dieser neuen Politik darzulegen:

1. Die Golderzeugung wächst, die Preise steigen. Im Bruttozins erscheint eine Preisprämie. Die Banken haben keinen Anlaß mit dem Leihsatz in die Höhe zu gehen, sie werden eher bereit sein, billiger zu eskomptieren, da das Verhältnis zwischen ihren Verbindlichkeiten und ihrem Barschatz sich gebessert, gewiß nicht verschlechtert hat. Dann bleibt aber der von ihnen begehrte Leihsatz hinter dem ideellen Bruttomarktsatz zurück, und damit ist der Anstoß zum Aufschwung gegeben. Die Krisenpolitik der Vorkriegszeit hätte in diesem Fall nicht rechtzeitig eingegriffen, da sie auf das Deckungsverhältnis sah, das keine Verschlechterung erfahren hatte. Die moderne Auffassung hält Zinsfußerhöhung und Restriktion der Zirkulationskredite für angemessen, weil die Preise und Löhne steigen.

2. Der Anstoß zum Aufschwung ist bei unveränderter Menge von Geld im engeren Sinne von den Banken gegeben worden, etwa um dem allgemeinen Drängen nach Verbilligung des Kredits zur Bekämpfung der Depression zu entsprechen. Da sich damit das Deckungsverhältnis verschlechtert, hätte auch die ältere Krisenpolitik Zinsfußerhöhung als Hemmschuh gefordert.

Ein grundsätzlicher Unterschied zwischen der alten und der neuen Politik liegt nur im ersten Fall.

Die moderne Krisenpolitik glaubt ihren besonderen Vorzug vor allem darin zu erblicken, daß sie mit feineren statistischen Methoden arbeitet, als der älteren zu Gebote standen. Sie hat den Weg gefunden, um aus ihren Reihen und Kurven die Saisonschwankungen und die säkulare Entwicklungsrichtung (general trend) auszuschalten. Daß die Ergebnisse der Marktbeobachtung erst durch diese Bearbeitung zur Konjunkturbeobachtung werden, ist klar. Kann man in der Bewertung dieses Erfolges den amerikanischen Forschern zustimmen, so steht es in der Frage der Verwendbarkeit der Indexzahlen anders. Doch hier ist dem, was im ersten Teil unserer Arbeit gesagt wurde, nichts mehr hinzuzufügen.

Als das wichtigste Ergebnis der Harvard-Forschungen wird die Aufstellung des Barometers der drei Märkte bezeichnet. Da wir nicht die Möglichkeit haben, Wicksells natürlichen Kapitalzins und die ideelle Preisprämie festzustellen, sind wir darauf angewiesen, die Bewegung des Zinsfußes mit der Preisbewegung und mit einigen anderen für die Konjunktur charakteristischen Daten wie Produktionsziffern, Zahl der Arbeitslosen u. dgl. in Beziehung zu setzen. Das ist seit Jahrzehnten immer geschehen, und man muß nur einen Blick in die Berichte der Tagesblätter und der volkswirtschaftlichen Wochen-, Monats- und Jahresveröffentlichungen der letzten zwei Menschenalter werfen, um festzustellen, daß die heute von manchen mit wenig Bescheidenheit vorgetragenen Ansprüche, die Bedeutung dieser Daten für die Erfassung des Konjunkturverlaufs zuerst erkannt zu haben, durchaus unberechtigt sind. Das Harvard-Institut aber hat sich ein Verdienst dadurch erworben, daß es versucht hat, eine empirische Gesetzmäßigkeit im zeitlichen Ablauf der Bewegung von drei Kurven festzustellen.

Man muß die überschwänglichen Erwartungen für die praktische Verwertbarkeit des Harvard-Barometers, die in der amerikanischen Geschäftswelt eine Zeitlang vorgeherrscht haben, nicht teilen und kann ruhig zugeben, daß es zur Mehrung und Vertiefung unseres Wissens über die Konjunkturbewegung kaum etwas beigetragen hat; man wird dennoch seine Bedeutung für die Konjunkturforschung hoch veranschlagen können. Denn das Harvardbarometer bringt uns die statistische Verifikation der Zirkulationskredittheorie. Noch vor zwei Jahrzehnten hätte man nicht daran gedacht, daß es möglich werden könnte, das statistische Material so zu ordnen und zu verarbeiten, daß es für die Konjunkturforschung brauchbar werden könnte. Hier ist scharfsinniger Arbeit, die Nationalökonomen und Statistiker vereint geleistet haben, ein schöner Erfolg beschieden gewesen.

Betrachtet man die Kurven der nach der Harvard-Methode arbeitenden Institute, so erkennt man, daß die Bewegung der Kurve des Geldmarktes (C-Kurve) im Verhältnis zu den beiden Kurven des Effektenmarktes (A-Kurve) und des Warenmarktes (B-Kurve) genau dem entspricht, was die Zirkulationskredittheorie ausführt. Daß die Bewegungen der A-Kurve denen der B-Kurve in der Regel vorausgehen, ist aus der größeren Empfindlichkeit der Spekulation in Effekten gegenüber der in Waren zu erklären. Der Effektenmarkt reagiert schneller als der Warenmarkt, er sieht mehr und weiter, er zieht kommende Ereignisse (hier die Veränderungen des Zinsfußes) früher in den Bereich seiner Kombination.

Aber die entscheidende Frage bleibt doch: was gibt das Barometer der drei Märkte dem handelnden Bankpolitiker? Sind die modernen Methoden der Konjunkturbeobachtung besser als die älteren, zweifellos weniger vollkommenen, geeignet, die Grundlage zu bilden für die Entschlüsse einer Diskontpolitik, die auf möglichste Nivellierung der Konjunkturwellen hinarbeiten will? Auch die Bankpolitik der Vorkriegszeit hatte sich dieses Ziel gesetzt, und wir dürfen nicht daran zweifeln, daß die für die Finanzpolitik verantwortlichen Regierungsorgane, die Leiter der Zentralnotenbanken und auch die der großen Privatbanken und Bankhäuser, ehrlich und aufrichtig bemüht waren, es zu erreichen, und daß ihre Bemühungen — freilich erst dann, wenn der Aufschwung schon in vollem Schwunge war — zumindest von einem Teil der öffentlichen Meinung und der Presse unterstützt wurden. Sie wußten auch ganz genau, was zu geschehen habe, um den gewünschten Erfolg zu erreichen, sie wußten, daß nichts als die rechtzeitige und entsprechend weitgehende Hinaufsetzung des Leihsatzes dem, was man allgemein als die „Ausschreitungen der Spekulation" zu bezeichnen pflegt, entgegenzuwirken vermag. Daß sie die grundsätzlichen Probleme verkannten, daß sie nicht verstanden haben, daß jede zusätzliche Menge von Zirkulationskredit — gleichviel, ob durch Ausgabe von Banknoten oder durch Eröffnung von Kassenführungsguthaben entstanden — die Welle der Konjunktur hebt und damit den Kreislauf auslöst, der über die Krise wieder zum Hinabgleiten der Konjunktur führt, kurz, daß sie sich auch zu jener Ideologie bekannten, deren Herrschaft die Schwankungen der Konjunktur hervorbringt, hinderte sie nicht daran, von dem Augenblicke an, in dem der Aufstieg der Konjunktur unzweifelhaft zu erkennen war, an das unvermeidliche Ende zu denken. Sie wußten nicht, daß der Aufschwung durch das Verhalten der Banken ausgelöst worden war, und sie hätten vielleicht, wenn sie es gewußt hätten, darin nur einen Segen der Bankpolitik erblickt, weil die Überwindung der Depression ihnen, zumindest solange die Depression noch anhielt, als die wichtigste Aufgabe der Wirtschaftspolitik erschien, doch sie wußten, daß der fortschreitende Aufschwung zur Krise und dann zur Stagnation führen muß. Daher löste der Aufstieg vor allem Besorgnisse aus, und das Problem des Tages lautete bald nur noch, wie dem Fortschreiten der „ungesunden" Entwicklung entgegenzutreten sei. Es war kein „ob", sondern ein „wie" und dieses „wie" war, da das Mittel — Erhöhung des Zinsfußes — feststand, nur temporal und quantitativ: wann und in welchem Ausmaß soll der Zinsfuß erhöht werden? Das Mißliche war nun, daß die Antwort auf diese Frage nicht auf Grund unzweifelhaft feststellbarer Daten exakt

erteilt werden konnte, so daß die Entscheidung immer dem Ermessen überlassen bleiben mußte. Je fester nun die Verantwortlichen davon überzeugt waren, daß ihr Eingreifen durch Erhöhung des Zinssatzes der Prosperität des Aufschwungs ein Ende setzen werde, desto vorsichtiger mußten sie zu Werke gehen. Wäre es nicht möglich, daß die Stimmen recht hätten, die da behaupteten, der Aufschwung sei gar nicht „künstlich" herbeigeführt, es liege gar keine „Überspekulation" vor, das alles sei nur die natürliche Auswirkung der Fortschritte der Technik, der Ausgestaltung der Verkehrsmittel, der Erschließung neuer Rohstoffschätze, der Eröffnung bisher verschlossener Wirtschaftsgebiete? Sollte man diesen erfreulichen und alle beglückenden Prozeß mit rauher Hand stören? Sollte die Regierung ihre Hilfe dazu bieten, daß die wirtschaftliche Besserung, die sie als ihr Verdienst in Anspruch nahm, einer Krise weiche?

Das alles erklärt zur Genüge das Zögern der zum Eingreifen bereiten Stellen. Sie hatten wohl die beste Absicht, rechtzeitig zu stoppen; sie kamen aber doch nur spät und nicht immer gleich mit ausgiebigen Maßnahmen. Es verging immer eine geraume Weile, ehe der Zinsfuß jenen Stand erreichte, bei dem die Preise wieder herabgleiten mußten. In der Zwischenzeit war bereits Kapital in Verwendungen festgelegt worden, denen man es nicht zugeführt hätte, wenn der Geldzins nicht unter den Satz des natürlichen Kapitalzinses gesunken wäre.

An diesem Übelstand der Konjunkturpolitik kann auch ihre Ausrichtung nach dem Stande des Konjunkturbarometers nichts ändern. Niemand, der die Ergebnisse der Konjunkturbeobachtung der mit den modernen Methoden arbeitenden Institute aufmerksam verfolgt hat, wird es wagen, die Behauptung zu vertreten, man könnte an der Hand dieser Ergebnisse in unbestrittener Weise feststellen, wann und in welchem Ausmaße mit der Zinsfußerhöhung vorgegangen werden müsse, um dem Aufschwung rechtzeitig ein Ende zu setzen, ehe er zu Fehlinvestition von Kapital geführt hat. Man darf das, was die volkswirtschaftliche Journalistik der letzten zwei Menschenalter an fortlaufender Berichterstattung über die Geschäftslage geleistet hat, nicht unterschätzen, und das, was die mit großen Mitteln arbeitenden modernen Konjunkturinstitute bringen, nicht überschätzen. Ungeachtet aller Verbesserungen, die die statistische Verarbeitung und die graphische Darstellung der Daten erfahren haben, bleibt es doch dabei, daß ihre Verwendung für die Entschlüsse der Zinsfußpolitik dem Ermessen weiten Spielraum gibt.

Man darf überdies nicht vergessen, daß sowohl die Frage, in welcher Weise bei der Ausschaltung der Saisonschwankungen und der Wachstums-

faktoren vorgegangen werden soll, als auch die Frage, aus welchen Daten und in welcher Weise die Kurven jedes der drei Märkte gebildet werden sollen, nicht eindeutig beantwortet werden können. An jedem Punkt des Konjunkturbarometers vermag die Kritik mit Argumenten anzusetzen, die man nicht leicht zu widerlegen vermag. So sehr auch die Konjunkturbarometer es uns erleichtern, die Fülle der verschiedenartigen Bewegungen des Marktes und der Produktionstätigkeit zu überblicken, eine feste Grundlage für die Beurteilung der Vorkommnisse bieten sie uns ganz gewiß nicht. Auch die Konjunkturbarometer vermögen es nicht, der Konjunkturpolitik die Fragen, die für ihr Handeln entscheidend sind, klar und unzweifelhaft zu beantworten. Die überspannten Erwartungen, die heute allgemein an die moderne Konjunkturpolitik geknüpft werden, sind daher nicht gerechtfertigt.

Von ungleich größerem Werte als jede denkbare Ausgestaltung der statistischen Methoden müßte für die Konjunkturpolitik der Zukunft eine Vertiefung der theoretischen Erkenntnis des Wesens des Konjunkturwechsels werden. Einige Konjunkturinstitute geben sich dem Wahn hin, unvoreingenommene Tatsachenforschung frei von jeder Befangenheit durch theoretische Erwägungen zu betreiben. In Wahrheit ruhen alle ihre Arbeiten auf den Grundlagen der Zirkulationskredittheorie. Würde man sich ungeachtet der Abneigung, die heute in allen ökonomischen Dingen gegen folgerichtiges Durchdenken und Bis-Zum-Ende-Denken der Theoreme und Probleme besteht, entschließen, diese Theorie bewußt zur Grundlage der Konjunkturpolitik zu machen, dann wäre sehr viel gewonnen. Denn dann würde man wissen, daß man, um die Konjunkturwellen einzuebnen, jeder Erweiterung des Zirkulationskredits entgegentreten muß, es wäre denn, daß damit nur einer von anderer Seite her wirkenden Kraft zur Senkung der Kaufkraft des Geldes entgegengewirkt werden soll. Man wird die Schwierigkeiten, die in der Unzulänglichkeit aller Methoden zur Messung der Veränderungen der Kaufkraft liegen, nicht überwinden können, man wird weder das Ideal des wertstabilen Geldes, noch das der konjunkturlosen Wirtschaft verwirklichen, aber man wird doch die Schwankungen der Konjunktur wesentlich mildern, wenn man sich einmal entschlossen haben wird, auf die künstliche Anspornung der Unternehmungstätigkeit durch bankpolitische Maßnahmen zu verzichten. Man wird dabei freilich manches liebgewordene Schlagwort aufgeben müssen, so z. B. die Förderung des bargeldlosen Zahlungsverkehres. Man wird ein noch größeres ideologisches Opfer bringen müssen: man wird es aufgeben müssen, den Zinsfuß irgendwie drücken zu wollen.

Daß alles ganz anders gekommen wäre, wenn man niemals vom Grundsatz voller Bankfreiheit abgewichen wäre und wenn man die Umlaufsmittelausgabe in keiner Weise von den Normen des Handelsrechts befreit hätte, wurde schon dargelegt. Es mag sein, daß nur durch Herstellung voller Bankfreiheit die endgültige Lösung des Problems zu erzielen sein wird. Doch die in langer Arbeit vieler Generationen aufgebaute Kreditorganisation kann man nicht mit einem Schlage umgestalten. Kommende Geschlechter, die die grundsätzliche Verkehrtheit aller interventionistischen Bestrebungen erkannt haben werden, werden sich auch mit dieser Frage zu befassen haben. Für die Gegenwart und für die nächste Zukunft ist sie heute noch nicht zeitgemäß.

6. Die Herrschaft über den Geldmarkt.

Manche Anzeichen sprechen dafür, daß die öffentliche Meinung die Bedeutung des Verhaltens der Banken bei der Gewährung von Zirkulationskredit für die Gestaltung der Konjunktur erkannt hat. Trifft das wirklich zu, dann wird die Beliebtheit, deren sich die auf künstliche Ermäßigung des Leihsatzes gerichteten Bemühungen bis nun erfreut haben, schwinden. Die Banken, die den Umfang ihrer Umlaufsmittelausgabe erweitern wollen, werden nicht mehr auf den Beifall des Publikums und auf die Unterstützung durch die Regierung zählen dürfen, sie werden vorsichtiger und zurückhaltender werden. Das wird die Wellenbewegung der Konjunktur verflachen und dem Umschlag vom aufsteigenden zum fallenden Ast die Schärfe nehmen.

Es gibt aber auch Anzeichen, die dieser Annahme zu widersprechen scheinen. Dazu gehören in erster Linie die Versuche, eine internationale Kooperation der Notenbanken herbeizuführen oder, genauer ausgedrückt, die Absichten, die diesen Bestrebungen zugrunde liegen. In den Hausseperioden der Vergangenheit bildete gerade der Umstand, daß die Banken der verschiedenen Länder nicht planmäßig und verabredungsgemäß zusammenarbeiteten, den wirkungsvollsten Hemmschuh. Da bei der engen Verknüpfung der internationalen Wirtschaftsbeziehungen die Erweiterung des Zirkulationskredits im allgemeinen nur als internationale Erscheinung auftreten konnte, so war von den einzelnen Banken darauf Rücksicht zu nehmen, daß sie in der Zinsfußfestsetzung nicht soweit hinter den Banken der übrigen Länder zurückbleiben, daß Kapitalabwanderung in größerem Umfang auftrete. Eine Abwanderung von Leihgeld zur Zinsfußarbitrage ins Ausland und die durch die hohen Preise bewirkte Verschlechterung der Handelsbilanz hätten einerseits durch die Ansprüche, die sie an die Notenbank um Hergabe von Gold und Devisen

stellen, das Deckungsverhältnis verschlechtert, so daß die Bank durch die gebotene Rücksichtnahme auf ihre Zahlungsfähigkeit zur Einschränkung der Kredite genötigt gewesen wäre; andererseits wäre durch diese Verschlechterung der augenblicklichen Zahlungsbilanz eine Verknappung der Mittel des Geldmarktes hervorgerufen worden, die zu bekämpfen die Banken ohnmächtig gewesen wären. Je enger die weltwirtschaftliche Verknüpfung der Völker wurde, desto weniger war eine nationale Hausse möglich. Die Konjunktur wurde eine internationale Erscheinung.

In vielen Ländern, ganz besonders aber auch im Deutschen Reich, wurde immer wieder von Freunden des „billigen Geldes“ die Auffassung vertreten, nur die Goldwährung nötige die Notenbank dazu, in ihrer Zinsfußpolitik auf den Stand des Zinsfußes im Ausland Rücksicht zu nehmen. Wäre sie von dieser Fessel frei, dann könnte sie zum Heile der nationalen Volkswirtschaft die Ansprüche des inländischen Geldmarktes besser befriedigen. Von diesem Gesichtspunkt aus befürwortete man im Deutschen Reich die Doppelwährung, dann wieder die Aufnahme der Goldprämienpolitik, wehrte man sich in Österreich gegen die gesetzliche Festlegung der bereits faktisch erfolgten Aufnahme der Barzahlungen. Der Irrtum dieser Lehre ist leicht erkennbar. Auch die Loslösung von der Goldwährung hätte den Banken nicht die Kraft verliehen, den Zinsfuß ungestraft unter das Niveau des natürlichen Kapitalzinses herabzudrücken. Wohl hätte die Papierwährung es ihnen ermöglicht, die Expansion des Zirkulationskredits unbedenklich fortzuführen, weil eine ohnehin schon von der Bareinlösungspflicht enthobene Notenbank keine Befürchtungen hinsichtlich ihrer Zahlungsfähigkeit zu hegen braucht. Doch einmal hätte die Vermehrung der Noten zu Preissteigerungen und damit zur Verschlechterung der Wechselkurse geführt, und zweitens wäre die Kreditkrise wohl später, aber desto schärfer gekommen.

Wenn nun die Notenbanken ernstlich daran denken sollten, Verabredungen über die einzuschlagende Diskontpolitik zu treffen, so würde dies eine wirksame Bremsvorrichtung ausschalten. Bei einheitlichem Vorgehen könnten die Banken den Zirkulationskredit stärker als jetzt anspannen, ohne befürchten zu müssen, daß jene Folgen für ihren Stand eintreten, die der Abfluß von Mitteln des Geldmarktes ins Ausland hervorruft. Fällt diese Rücksicht auf das Ausland fort, dann sind die Banken zwar noch immer nicht imstande, den Geldzins auf die Dauer unter den Stand des natürlichen Kapitalzinses herabzudrücken; doch die Divergenz zwischen den beiden Zinssätzen kann länger aufrechterhalten werden, so daß ihre notwendige Folge — Fehlinvestition

von Kapital — in weiterem Umfange auftritt, was dann die schließlich unvermeidliche Krise verschärfen und die Depression vertiefen müßte.

Vorderhand freilich ist zwischen den Notenbanken noch nichts vereinbart worden, was konjunkturpolitisch bedeutungsvoll wäre. Doch man kann nicht bestreiten, daß Bestrebungen, die auf Vereinbarungen dieser Art hinarbeiten, von vielen Seiten gefördert werden.

Ein zweites bedenkliches Anzeichen liegt in dem Umstand, daß das Schlagwort von der Notwendigkeit der „Beherrschung des Geldmarktes" durch die Notenbanken noch nicht an Ansehen verloren hat.

Unter den Verhältnissen, wie sie sich vor allem in Europa bei dem System der ausschließlich zur Notenausgabe berechtigten Zentralnotenbank herausgebildet haben, können Bestrebungen zur Ausdehnung des Zirkulationskredits im allgemeinen nur von der Zentralnotenbank ausgehen. Gegen den Willen oder die Absicht der Zentralbank wäre jeder Versuch der Privatbanken von vornherein aussichtslos. Selbst die banktechnischen Hilfsmittel stünden, abgesehen von den angelsächsischen Ländern, den Privatbanken nicht zu Gebote, da die Möglichkeit, durch Eröffnung von Kassenführungsguthaben Kredite einzuräumen, in den Ländern, in denen der Scheckverkehr (abgesehen vom Giroverkehr der Zentralnotenbank und vom Postscheckverkehr) auf enge Kreise der Geschäftswelt beschränkt ist, nur gering ist. Hat aber die Zentralnotenbank mit der Politik der Kreditausdehnung eingesetzt und damit den Zinsfuß herabzudrücken begonnen, dann mag es unter Umständen für die größten Privatbanken vorteilhaft sein, dem Beispiel der Notenbank zu folgen und gleichfalls den Umfang der von ihnen gewährten Zirkulationskredite zu erweitern. Ein derartiges Vorgehen mag sich ihnen um so mehr empfehlen, als es für sie kein Wagnis bedeutet; kommt es im Verlauf der Krise zu einer Erschütterung des Vertrauens, so können sie mit Unterstützung der Notenbank den kritischen Punkt überwinden. Sicher aber ist, daß zumindest für einen großen Teil der kreditvermittelnden Bankiers die Kreditexpansionspolitik der Notenbank ein vorteilhafteres Gebiet der geschäftlichen Betätigung eröffnet: die Zinsfußarbitrage. Sie werden aus der Verschiebung der Spannung zwischen dem inländischen und dem ausländischen Zinsfuß Gewinn zu ziehen suchen, sie werden Gelder kurzfristig im Ausland veranlagen. Damit aber wirken sie der Diskontpolitik der Notenbank entgegen und schädigen die vermeintlichen Interessen der Kreise, die von der künstlichen Ermäßigung des Zinsfußes und dem durch sie bewirkten Aufschwung Vorteil zu ziehen hoffen. Es entspricht der Ideologie, die in jedem Bestreben, den Leihsatz zu ermäßigen, das Heil erblickt und die

Erweiterung des Zirkulationskredits als das beste Mittel zur Erreichung dieses Ziels ansieht, daß man das Vorgehen der Zinsfußarbitrageure als schändlich und schimpflich, ja als Verrat an den Interessen des eigenen Volkes zugunsten des Auslandes begangen, brandmarkt, und daß man den Notenbanken im Kampfe gegen diese Spekulanten alle Unterstützung angedeiben läßt. Regierung und Notenbank suchen die Übeltäter durch Drohungen einzuschüchtern, um sie von ihrem Vorhaben abzubringen. In den liberalen Weststaaten Europas konnte man, früher wenigstens, mit solchen Mitteln nicht viel ausrichten. In den etatistischen Ländern Mittel- und Osteuropas war damit schon mehr Erfolg zu erzielen. Wir sehen klar, was hier hinter dem Bestreben der Notenbank, den Geldmarkt zu „beherrschen" steckt: sie will ihre auf Ermäßigung des Zinsfußes gerichtete Politik der Kreditinflation durch die Rücksichtnahme auf die verhältnismäßig zurückhaltendere Politik des Auslands nicht behindert wissen, sie will ungestört nationale Haussepolitik treiben.

Die herrschende Ideologie spricht aber noch in anderen Fällen davon, daß die Notenbanken die Herrschaft über den Geldmarkt fester in Händen haben sollten. Wenn die infolge der Expansion des Zirkulationskredits einsetzende Zinsfußarbitrage vorerst nur zu Entziehung von Mitteln aus den Beständen der Notenbank geführt hat und die Bank, durch die Verschlechterung des Deckungsverhältnisses beunruhigt, zur Erhöhung des Diskontsatzes geschritten ist, so mag unter bestimmten Voraussetzungen für den offenen Geldmarkt noch keine Veranlassung gegeben sein, den Leihsatz anziehen zu lassen. Ihm wurden ja noch keine Mittel entzogen; die Goldexporte erfolgten aus den Beständen der Bank, und die Diskonterhöhung ist nicht mit einer Zurückziehung der von der Bank gewährten Kredite verbunden worden. Es müßte noch eine Weile dauern, ehe die Mittel des Marktes dadurch verknappt werden, daß ein Teil der Wechsel, die sonst der Bank zum Diskont angeboten worden wären, auf dem offenen Geldmarkt begeben werden. Die Notenbank aber will nicht solange auf den Erfolg ihrer Maßregel warten; sie will, voll Besorgnis um ihren Gold- und Devisenbestand, sofortige Abhilfe. Um die zu erreichen, muß sie trachten, die Mittel des Geldmarktes zu verknappen, was sie in der Regel dadurch zu bewirken sucht, daß sie selbst als Kreditnehmer auftritt.

Ein anderer Fall, in dem um die Herrschaft auf dem Geldmarkt gerungen wird, betrifft die Verwendung der durch die freigebige Diskontpolitik dem Markte zur Verfügung gestellten Mittel. Die herrschende Ideologie will „billiges" Geld, sie will auch hohe Warenpreise, aber nicht

immer auch hohe Effektenkurse. Der mäßige Zinsfuß soll die Produktion anregen, doch keine Börsenhausse bewirken. Nun steigen aber zunächst die Effektenkurse, die Warenpreise aber werden anfangs noch nicht vom Aufschwung erfaßt. Es gibt Börsenhausse und Börsengewinne, doch der „Produzent" ist noch unbefriedigt und neidet dem „Spekulanten" den „leichten Verdienst". Daher sind die Machthaber mit dem Stand der Dinge nicht einverstanden. Das Geld, das der Börse zuströmt, fehle, meinen sie, der Produktion. Überdies berge gerade eine Börsenhausse große Krisengefahr. Darum will man der Börse das Geld entziehen, um es der „Volkswirtschaft" zuzuführen. Wird das einfach durch Hinaufsetzung des Zinsfußes versucht, dann bietet der Fall kein besonderes Interesse. Diese Zinsfußerhöhung ist ja schließlich unausweichlich; es kann sich nur darum handeln, ob sie früher oder später kommt; wann immer sie ausgiebig genug kommt, beendet sie die Periode des Aufstiegs der Konjunkturwelle. Man versucht aber auch andere Maßnahmen, die, ohne den billigen Leihsatz zu ändern, Geldmittel von der Börse in die Produktion leiten sollen. Die Notenbank übt einen Druck auf die Kreditnehmer aus, um die Verwendung der ausgeborgten Beträge zu beeinflussen, oder sie geht direkt darauf aus, die Kreditbedingungen nach der Verwendung zu differenzieren.

Wir sehen also, was es zu bedeuten hat, wenn die Zentralnotenbank die Herrschaft auf dem Geldmarkt anstrebt: entweder soll die Erweiterung des Zirkulationskredits von den Schranken befreit werden, an denen sie sich schließlich doch brechen muß, oder aber es soll durch besondere Maßnahmen bewirkt werden, daß die Hausse anders ablaufe, als sie ablaufen muß. Das Schlagwort von der Beherrschung des Geldmarktes hat also gerade Förderung der Haussepolitik, die in die Krise enden muß, im Auge. Wenn man Konjunkturpolitik zur Ausschaltung der Krisen treiben will, muß man darauf verzichten, den Geldmarkt beherrschen und unterjochen zu wollen.

Wenn man vollends mit der Absicht, durch Einschränkung der Zirkulationskredite einer durch die Vermehrung der Geldmenge (etwa durch Zunahme der Goldgewinnung) ausgelösten Preissteigerung entgegenzuwirken, ernst machen wollte, werden den Zentralnotenbanken Pflichten erwachsen, deren Erfüllung man wohl kaum als Ausübung von Herrschaft bezeichnen wird. Einschränkung der Zirkulationskredite bedeutet für die Umlaufsmittelbank Verzicht auf Gewinne, unter Umständen Verluste. Auch diese Politik kann nur im Einvernehmen der Notenbanken erfolgreich werden. Wird sie von der Bank eines Landes allein betrieben, dann hat sie im wesentlichen nur den Erfolg, daß das

Gold aus dem Ausland einströmt, so daß die Kosten des Gelddienstes erhöht werden. Soweit die angestrebte Kooperation der Notenbanken dieses Ziel im Auge haben sollte, ist sie freilich nicht als ein dem Streben nach einer die Konjunkturwellen einebnenden Politik gefährliches Beginnen anzusehen.

7. Konjunkturprognose im Dienste der Konjunkturpolitik und im Dienste des Kaufmanns.

Die moderne Konjunkturbeobachtung, deren Schöpfung vor allem ein Verdienst der amerikanischen Volkswirte ist, verdankt ihre Beliebtheit und Volkstümlichkeit den übertriebenen Erwartungen über ihre praktische Brauchbarkeit. Man hatte gehofft, mit ihrer Hilfe Bankpolitik und Geschäftstätigkeit mechanisieren zu können. Ein Blick auf das Konjunkturbarometer sollte dem Bankpolitiker und dem Geschäftsmann sagen, wie man sich zu verhalten habe.

Davon kann nun freilich nicht die Rede sein. Daß die Ergebnisse der Konjunkturbeobachtung immer nur Vergangenes darstellen können und daß sie die Voraussage künftiger Entwicklung nur an der Hand einiger höchst unzulänglicher Regeln zulassen, ist schon oft genug betont worden. Die Anwendbarkeit dieser Regeln ist aber, und das wird nicht genug beachtet, nur unter der Voraussetzung zulässig, daß jene die Erweiterung des Zirkulationskredits heischende Ideologie ihre Geltung in der Wirtschafts- und Bankpolitik nicht eingebüßt hat. Sobald man jedoch ernstlich daran geht, Konjunkturpolitik zur Ausschaltung der Krisen zu treiben, ist die Wirksamkeit dieser Ideologie schon gebrochen.

Es bleibt immerhin für die Verwendbarkeit der Ergebnisse der modernen Konjunkturbeobachtung ein weites Feld übrig: sie sollen der Bankpolitik zeigen, wann sie den Zinsfuß hinaufsetzen muß, wenn sie nicht Kreditinflation treiben will. Würde die Konjunkturbeobachtung in diesem Punkte klare und nur eine Deutung zulassende Antworten geben, so daß man nicht nur über das Ob sondern auch über den Zeitpunkt und das Ausmaß der vorzunehmenden Diskonterhöhung nur einer Meinung sein könnte, dann wäre der Gewinn, den sie uns brächte, nicht hoch genug zu veranschlagen. Das ist aber keineswegs der Fall. Alles, was die Konjunkturbeobachtung uns an Material und Materialverarbeitung bringt, kann verschieden gedeutet werden.

Daß das Steigen der Effektenkurse und der Warenpreise, das Wachsen der Rohstoffgewinnung, der Rückgang der Arbeitslosigkeit, die Zunahme der Aufträge an die Unternehmungen, der Abverkauf der Warenlager und anderes mehr auf Hausse deutet, wußte man auch vor

der Aufstellung von Konjunkturbarometern. Die Frage ist, wann gebremst werden muß oder soll. Diese Frage aber beantwortet kein Konjunkturinstitut zweifelsfrei und eindeutig. Es wird immer von der Einsicht in die treibenden Faktoren der Konjunkturgestaltung und von den Zielen, die man der Konjunkturpolitik setzt, abhängen, was man tun will. Ob man dafür auch den richtigen Augenblick erfaßt, wird man nie anders als auf Grund von genauer Beobachtung aller Marktvorgänge entscheiden können und hat es nie anders entscheiden können. Daß man die verschiedenen Markterscheinungen nun übersichtlicher als früher zu ordnen und darzustellen weiß, erleichtert die Sache nicht wesentlich.

Ein Blick auf die fortlaufenden Markt- und Börsenberichte der großen Tageszeitungen und der volkswirtschaftlichen Wochenblätter der Zeit von 1840—1910 belehrt uns, daß man sich schon seit Jahrzehnten bemüht hat, an der Hand einiger empirischer Regeln aus den Erscheinungen der jüngsten Vergangenheit Schlüsse auf die Gestaltung der nächsten Zukunft zu ziehen. Vergleichen wir die statistischen Grundlagen, die diesen Versuchen nutzbar gemacht wurden, mit den uns zur Verfügung stehenden, so wird man zwar ohne weiteres feststellen können, daß wir heute mehr Daten heranzuziehen wissen und daß wir es auch besser verstehen, dieses Material zu ordnen, übersichtlich zusammenzufassen und dem Auge sinnfällig darzustellen, daß wir aber keineswegs behaupten dürfen, mit den Methoden der modernen Konjunkturbeobachtung etwas dem Prinzip nach Neues begonnen zu haben.

Kein Kaufmann darf irgendeine erreichbare Informationsquelle ohne Gefahr außer acht lassen; kein Kaufmann wird daher auf die aufmerksame Verfolgung der Presseberichte verzichten können. Doch auch die fleißige Lektüre der Zeitungen verbürgt nicht den geschäftlichen Erfolg. Wäre das so einfach, welche Reichtümer hätten die Journalisten schon angesammelt! Im Geschäftsleben kommt es darauf an, die Dinge früher zu erfassen als die übrigen und danach zu handeln. Das, was an „Tatsachen" bekannt ist, muß erst richtig gewürdigt werden, um es für das Unternehmen brauchbar zu machen. Hier liegt das Problem der Praxis.

Auch eine Auffassung, deren Richtigkeit der spätere Verlauf der Dinge erweist, ist praktisch unverwertbar, wenn sie nur die qualitative, nicht auch die quantitative Beurteilung ermöglicht. Dazu kommt noch die entscheidende Frage des Zeitpunkts. Mit genialem Blick hat Herbert Spencer schon vor Jahrzehnten erkannt, daß Militarismus, Imperialismus, Sozialismus und Interventionismus zu großen und schweren Kriegen

führen müssen. Wer aber daraufhin etwa um 1890 begonnen hätte, die Schuldtitres der drei Kaiserreiche zu konterminieren, hätte schwere Verluste erlitten. Große geschichtliche Perspektiven bieten eben keine Grundlage für die Effektenspekulation, die auf Tage, Wochen, höchstens auf Monate eingestellt werden muß.

Daß jede Hausse einmal ihr Ende finden muß, ist allbekannt. Für den Kaufmann aber kommt es darauf an, genau zu wissen, wann der Umschlag eintreten wird und wo zuerst. Diese Fragen kann kein Wirtschaftsbarometer beantworten. Es gibt nur Daten, aus denen man Schlüsse ziehen kann. Und da es den Zentralnotenbanken durch die Diskontpolitik immerhin möglich ist, den Eintritt der Katastrophe hinauszuschieben, so kommt es besonders darauf an, sich ein Urteil zu bilden über das Verhalten dieser Stellen. Da versagen begreiflicherweise alle verfügbaren Daten.

Wenn aber einmal die öffentliche Meinung vollkommen von der Auffassung beherrscht ist, daß die Krise unmittelbar bevorsteht, und wenn die Kaufleute darnach ihr Verhalten einrichten, dann ist es schon zu spät, aus diesem Wissen geschäftlichen Gewinn zu ziehen oder auch nur Verluste zu vermeiden. Denn dann bricht die Panik aus, dann ist die Krise schon da.

8. Ziele und Mittel der Konjunkturpolitik.

Es war ohne Zweifel ein Fortschritt, daß man für den Bereich der wissenschaftlichen Untersuchung das Krisenproblem zum Konjunkturproblem erweiterte[1]). Für die Politik war das gewiß nicht gleich vorteilhaft. Sie überspannte die Ziele, sie begann mehr anzustreben, als erreicht werden kann. Konjunkturlos könnte man die Wirtschaft nur gestalten, wenn hinter den Vorstellungen von der Meßbarkeit der Geldwertveränderungen mehr stecken würde als Unklarheit des Denkens, und wenn man das Maß der Wirkung, die einer bestimmten Veränderung der Menge des Geldes und der Umlaufsmittel zugeordnet ist, im voraus bestimmen könnte. Da diese Voraussetzungen nicht zutreffen, müssen die Ziele der Konjunkturpolitik enger gesteckt werden. Sehr viel wäre schon erreicht, wenn solche schwere Erschütterungen, wie sie etwa die Jahre 1857, 1873, 1900/01 und 1907 gebracht haben, in Hinkunft vermieden werden könnten.

---

[1]) Auch schon darum, weil es dadurch leichter wurde, die Krisen, die aus besonderen Ursachen (politische Umwälzungen und Kriege, Elementarereignisse, Wechsel in der Bedarfsgestaltung oder in der Angebotsgestaltung) entspringen, von den zyklisch wiederkehrenden Krisen zu sondern.

Das wichtigste Erfordernis aller Konjunkturpolitik, mag sie in der Zielsetzung noch so bescheiden sein, lautet: Verzicht auf jeden wie immer gearteten Versuch, den Zinssatz, der sich auf dem Markte bildet, durch bankpolitische Maßnahmen herabzudrücken. Das heißt also: Rückkehr zu dem (jedoch durch Einbeziehung der in Gestalt von Kassenführungsguthaben ausgegebenen Umlaufsmittel, dem Stande unserer Erkenntnis entsprechend, erweiterten) Programm der Currency-Schule, das alle künftige Ausdehnung des Zirkulationskredits und mithin alle weitere Schaffung von Umlaufsmitteln verbieten will. Die Banken werden verpflichtet, den Gegenwert der ausgegebenen Noten und eröffneten Kassenführungsguthaben, von dem absoluten Betrag, der schon heute metallisch nicht gedeckt ist, abgesehen, stets metallisch voll zu decken. Das würde eine vollkommene Neuordnung der Gesetzgebung über die Zentralnotenbanken bedeuten, die zu den Grundsätzen der Peelschen Bankakte, deren Bestimmungen aber nun auch auf die Giroguthabungen auszudehnen wären, zurückkehren müßte. Die gleichen Deckungsvorschriften müßten auch für die großen nationalen Giroanstalten (vor allem für den Postgiroverkehr) getroffen werden. Selbstverständlich könnte für diese Umlaufsmittelbanken zweiter Ordnung die Anlage der Reserve in Noten und in Giroguthabungen bei der Zentralnotenbank der Anlage in Gold gleichgestellt werden. Jene Staaten, in denen die Kassenführungsguthaben bei Aktienbanken eine große Rolle im Verkehr spielen — vor allem die Vereinigten Staaten und England — müßten auch diesen Banken dieselbe Verpflichtung auferlegen.

Das allein hieße, da unter den gegenwärtigen Verhältnissen Schaffung voller Bankfreiheit und Unterstellung aller Bankgeschäfte — also auch der Umlaufsmittelausgabe — unter das gemeine Handelsrecht für absehbare Zeit nicht in Frage kommen, ernstlich Konjunkturpolitik zur Ausschaltung der Krisen betreiben. Dieser Weg kann von allen, die heute in Wort und Schrift für „Stabilisierung", „Befestigung der Kaufkraft" und „konjunkturlose Wirtschaft" eintreten, gar nicht als radikal bezeichnet werden. Im Gegenteil. Diese Gruppen werden den Vorschlag als nicht genug weitgehend zurückweisen. Sie fordern ja weit mehr. Ihren Absichten gemäß müßte bei steigenden Preisen Restriktion der Umlaufsmittelzirkulation soweit erfolgen, daß das Preisniveau ungeändert bleibt, dagegen aber auch bei sinkenden Preisen Ausdehnung der Umlaufsmittelzirkulation.

Was sich zugunsten des bescheideneren Programms anführen läßt, wurde schon im ersten Teil dieser Arbeit vorgebracht. Die Bedenken, die gegen alle Geldwertmanipulation sprechen, sind u. E. so groß, daß

man es vermeiden müßte, die Entscheidung über die Gestaltung der Kaufkraft in die Hand von Regierungen, Parlamenten und Bankleitungen zu legen und sie damit von wechselnden Einflüssen politischer Anschauungen abhängig zu machen. Da die Methoden, die man für die Messung der Veränderungen der Kaufkraft zur Verfügung hat, notwendigerweise mangelhaft sind und die Wirkung der einzelnen Maßnahmen, die zur Beeinflussung der Kaufkraft ergriffen werden, quantitativ weder im voraus, noch, wenn sie schon eingetreten sind, in eindeutiger Weise festgestellt werden kann, sind die Vorschläge, die auf eine auch nur annähernde Festlegung der Kaufkraft hinauslaufen, überhaupt als undurchführbar zu bezeichnen. (Von der schon oben hinlänglich erörterten grundsätzlichen Verkehrtheit der Vorstellung „unveränderter Kaufkraft" inmitten einer nicht stationären Gesellschaft sei an dieser Stelle nicht mehr gesprochen.) Was für die praktische Wirtschaftspolitik allein in Frage kommen könnte, sind inflatorische oder restriktorische Maßnahmen zur teilweisen Behebung starken Preisfalls oder starker Preissteigerung. Derartige Maßnahmen könnten, auf Grund internationaler, von Fall zu Fall zu treffender Vereinbarungen, etappenweise durchgeführt, Gläubiger oder Schuldner befriedigen. Eine andere Frage ist es, ob es angesichts des Widerstreits der Interessen gelingen könnte, über diese Fragen Vereinbarungen von Staat zu Staat zu treffen. Die Anschauungen der Gläubigervölker und die der Schuldnervölker werden da zweifellos sehr weit auseinandergehen, und die Interessengegensätze werden die internationale Währungsmanipulation noch mehr erschweren als die nationale.

Es wäre aber auch denkbar, die Währungsmanipulation als Aufgabe der einzelstaatlichen Wirtschaftspolitik anzusehen und ohne Rücksicht auf das Ausland Maßnahmen zur autonomen Regelung des Geldwerts zu treffen. Wenn man die Wahl hat zwischen Stabilisierung des Preisstandes und Stabilisierung der Valutenkurse, müsse man sich zugunsten der Preisstabilisierung gegen die Wechselkursstabilisierung entscheiden, meint Keynes[1]). Ein Staat, der in dieser Weise vorgehen wollte, würde aber durch die Rückwirkung seiner Politik auf den Inhalt der Schuldverträge internationale Verwicklungen schaffen. Würden z. B. die Vereinigten Staaten die Kaufkraft des Dollars über die seiner bisherigen Goldparität heben, dann würden die Interessen der Ausländer, die Dollar schulden, davon sehr einschneidend berührt werden. Würden wieder Schuldnerländer die Kaufkraft ihrer Geldeinheit herabzudrücken

---

[1]) Vgl. Keynes, a. a. O., S. 156f.

suchen, so würde das die Gläubigerinteressen verletzen. Davon abgesehen, würden in jedem Falle jene Wirkungen auf den Außenhandel ausgelöst werden, die man als die einfuhrfördernde Kraft steigenden und als die einfuhrhemmende Kraft sinkenden Geldwerts kennt. Die Rücksichtnahme auf diese Umstände hat in den letzten Menschenaltern zur Vereinheitlichung des Geldwesens auf Grundlage des Goldes gedrängt. Läßt man diese Rücksicht beiseite, so wird man gewiß nicht eine Gestaltung des Geldwerts erzielen können, die allgemein als befriedigend angesehen wird. Angesichts der heute herrschenden handelspolitischen Anschauungen dürfte man vor allem im Verhältnis zum Ausland steigenden Geldwert wegen seiner einfuhrfördernden und ausfuhrhemmenden Wirkung als unerwünscht betrachten.

Ganz undurchführbar wäre der Versuch, bei Festhalten an der Goldwährung und dem ihr entsprechenden Wechselkurs nationale Politik zur Beeinflussung des Preisstandes unabhängig von dem Vorgehen des Auslandes ins Werk zu setzen. Doch darüber braucht man wohl kein Wort weiter zu verlieren.

Die Hemmnisse, die einer auf die radikale Beseitigung der Konjunkturschwankungen gerichteten Politik entgegenstehen, sind mithin recht beträchtlich. Es ist daher wenig wahrscheinlich, daß man daran gehen wird, in der Umlaufsmittelpolitik neue Wege zu verfolgen. Man wird sich selbst schwerlich dazu entschließen, die Erweiterung der Ausgabe von Umlaufsmitteln ganz zu untersagen oder nur zur Abstellung ausgesprochener und unzweifelhaft festgestellter Tendenz zur Senkung des allgemeinen Preisstandes zuzulassen. Man wird, unschlüssig, wie man den großen wirtschaftspolitischen Bedenken, die jeder Art von Beeinflussung des Geldwertes entgegenstehen, Rechnung tragen soll, voraussichtlich dazu gelangen, auf jede einschneidende Maßnahme zu verzichten und es den Entschließungen der Leiter der Zentralnotenbanken überlassen, von Fall zu Fall nach Ermessen vorzugehen. Den Männern, die das Verhalten der großen Zentralnotenbanken bestimmen, und den Führern der öffentlichen Meinung, unter deren geistigem Einfluß diese Männer stehen, wird die Konjunkturpolitik der nächsten Zeit ebenso überantwortet bleiben, wie dies schon in den vergangenen Jahren der Fall war. Dennoch wird sich die neue Politik von der alten wesentlich unterscheiden, denn sie wird b e w u ß t auf dem Boden der Zirkulationskredittheorie der Konjunkturschwankungen stehen. Man wird in Hinkunft nicht mehr immer wieder den aussichtslosen Versuch erneuern, durch Erweiterung des Zirkulationskredits den Leihsatz künstlich zu ermäßigen; man wird vielleicht bewußt die Umlaufsmittelmenge aus-

dehnen oder einschränken, um die Kaufkraft zu beeinflussen, aber man wird sich nicht länger dem Wahne hingeben, daß man den Kredit durch banktechnische Maßnahmen verbilligen und damit Prosperität ohne Rückschlag schaffen kann.

Nur die Abkehr von diesem Wahn wird die periodische Wiederkehr der Konjunkturzyklen mit ihrer Peripetie, der Krise, beheben oder doch wenigstens mildern können.
